BÖRSENORGANISATION ZUM SCHUTZE DER ANLEGER

INAUGURALDISSERTATION
zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaft
(doctor rerum oeconominarum)
der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen
Fakultät
der Universität des Saarlandes

vorgelegt von
HARTMUT SCHMIDT
aus Halle/Saale

1969

BÖRSENORGANISATION ZUM SCHUTZE DER ANLEGER

INAUGURALDISSERTATION
zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaft
(doctor rerum oeconomicarum)
der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität des Saarlandes

vorgelegt von
HARTMUT SCHMIDT
aus Halle/Saale

Dekan : Professor Dr. Hans F. Zacher
Berichterstatter : Professor Dr. Wolfgang Stützel
Professor Dr. Otto H. Poensgen
Tag der Disputation: 8. Juli 1969

Die Arbeit wurde im Januar 1969 abgeschlossen.

INHALTSÜBERSICHT

Seite

Einleitung

Aufgaben von Effektenbörsen und Mittel zur Verwirklichung dieser Aufgaben in der Literatur 1

Erster Teil

Aufgaben von Effektenbörsen aus der Sicht am Effektenhandel interessierter Kreise 6

A. Vorbemerkung: Ziele, zielkomplementäre und oktroyierte Aufgaben 6

B. Ziele von Effektenbörsen 7

I. Typen von Börsenmitgliedern 7

II. Interessenkonstellationen in Effektenbörsen 11

1. Widerstreitende Interessen jeweils zweier einzelner Mitgliedergruppen 11

a) Anlegerprovisionsorientierte versus mitgliederprovisionsorientierte Makler 11

b) Anlegerprovisionsorientierte Makler versus Eigenhändler und mitgliederprovisionsorientierte Makler versus Eigenhändler 13

2. Gemeinsame Interessen zweier Mitgliedergruppen im Widerstreit zu Interessen der jeweils dritten Gruppe 14

a) Maklerinteressen versus Eigenhändlerinteressen 14

b) Gemeinsame Interessen der anlegerprovisionsorientierten Makler und der Eigenhändler versus Interessen der mitgliederprovisionsorientierten Makler 17

Seite

c) Gemeinsame Interessen der mitgliederprovisionsorientierten Makler und der Eigenhändler versus Interessen der anlegerprovisionsorientierten Makler 17

3. Gemeinsame Interessen aller Mitgliedergruppen 18

a) Gemeinsame preispolitische Interessen 18

b) Gemeinsames Interesse an größerer Ergiebigkeit potentieller Engpaßfaktoren 21

c) Gemeinsames Interesse an einer Erhöhung des Orderaufkommens 27

d) Sonstige gemeinsame Interessen 30

4. Zusammenfassung 31

C. Aufgaben von Börsen aufgrund von Belangen am Effektenhandel interessierter Nichtmitglieder 33

I. Anlegerinteressen 33

1. Interesse an einer der Anlegervermögensmehrung dienlichen Gestaltung einzelner Effektenhandelsleistungen 33

a) Vorbemerkung 33

b) Interesse an der Verringerung von Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Effektengeschäft 35

aa) Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Bereich des Nachweises von Effektentauschchancen 37

bb) Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Bereich der Realisation von Effektentauschchancen 45

Seite

c) Interesse am Abbau von Börsen beeinflußbarer Risiken der Vermögensumschichtung im Effektengeschäft 54

aa) Interesse an der Verringerung des Risikos des Abschlusses zu Ausreißerkursen und des Risikos der Kursstabilitätsverschlechterung 54

bb) Interesse an der Verringerung des Risikos unkulanter Bedienung und des Risikos der Kulanzverschlechterung 59

cc) Interesse am Abbau sonstiger von Börsen beeinflußbarer Risiken der Vermögensumschichtung im Effektengeschäft 60

2. Interesse an einer der Anlegervermögensmehrung dienlichen Sortimentsgestaltung 61

3. Interesse an niedrigen Preisen von Effektenhandelsleistungen 65

4. Zusammenfassung 65

II. Emittenteninteressen 70

III. Interessen des Staates 73

D. Aktuelle Börsenaufgaben als Ergebnis eines Prozesses wechselseitiger Beeinflussung 80

Zweiter Teil

Ausgewählte Mittel zur Erfüllung von Börsenaufgaben

A. Mittel zur Verringerung der Handeltransaktionskosten 100

I. Börsen selbst als Mittel zur Verringerung der Händlertransaktionskosten 100

Seite

II. Strukturelemente von Börsen als Mittel zur Verringerung der Händlertransaktionskosten 114

1. Mittel zur Entlastung von Börsenhändlern bei der Beschaffung für den Handel benötigter Informationen 115

a) Mittel zur Versorgung der Händler mit Aufträgen 115

b) Publikation von Kursen und Geboten im Börsensaal 117

c) Standardisierung der Bonität der Börsenhändler 119

2. Mittel zur Entlastung der Börsenhändler beim Handel selbst 123

a) Mustervertragsbedingungen 123

b) Standardisierung der Aufträge 129

c) Sonstige Mittel zur Entlastung der Händler bei Anbahnung und Abschluß von Geschäften 136

3. Zusammenfassung 147

B. Mittel zur Verringerung der Realisationsrisiken insbesondere von Anlegern 152

I. Verfahrensvorschriften für den Börsenhandel 152

1. Zur Verringerung mehrerer Realisationsrisiken geeignete Mittel 152

a) Vorschriften zur Kursstabilisierung 152

b) Verringerung der Präferenzen der Börsenhändler 194

2. Zur Verringerung einzelner Realisationsrisiken geeignete Mittel 205

a) Mittel zur Verringerung von Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsengeschäften 205

Seite

aa) Vorschriften gegen Nichtbedienung 205

bb) Vorschriften gegen Mitlaufen 208

cc) Vorschriften gegen Gegendisposition 211

dd) Vorschriften gegen Kursschnitte 219

ee) Mittel gegen sonstige Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsengeschäften 225

b) Mittel zur Verringerung von Realisationsrisiken bei der Erfüllung von Börsengeschäften 227

II. Sicherung eines den Verfahrensvorschriften für den Börsenhandel konformen Verhaltens der Börsenmitglieder durch Kontrolle, Belohnungen und Strafen 229

III. Sonstige Mittel zur Verringerung der Realisationsrisiken 242

Exkurs: Mittel zur Verringerung von Realisationsrisiken im Entwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens vom 14. Dezember 1967 (Referentenentwurf) 245

Dritter Teil

Anlegerschutz durch Organisation des Börsenhandels 250

Anhang

Konkrete Anhaltspunkte für möglicherweise bestehende Unzulänglichkeiten von gegenwärtig beim Effektenhandel in Deutschland gültigen Regelungen (Fallsammlung) 257

Untersuchung zur Kursstabilität 295

Literaturverzeichnis 297

ABKÜRZUNGEN

AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen, wie vom Bundesverband deutscher Banken e.V. nach Abstimmung mit dem Bundeskartellamt und dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen empfohlen, in der ab Januar 1969 üblichen Fassung
ASE	American Stock Exchange, New York
BG	Börsengesetz vom 22. Juni 1896
BO	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse wie am 19. März 1963 von der Hessischen Landesregierung genehmigt
CCH	Commerce Clearing House, Inc.
EL	Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Zweite, unveränderte Aufl., Frankfurt am Main 1958
HGB	Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897
HdB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HdSt	Handwörterbuch der Staatswissenschaften
HdSW	Handwörterbuch der Sozialwissenschaften
KWG	Gesetz über das Kreditwesen vom 10. Juli 1961
MO	Maklerordnung für die Kursmakler an der Frankfurter Wertpapierbörse vom 2. März 1962
NYSE	New York Stock Exchange
RE	Entwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens (Referentenentwurf), Fassung vom 14. Dezember 1967
SEA	Securities Exchange Act of June 6, 1934
SEC	Securities and Exchange Commission

VWD	Vereinigte Wirtschaftsdienste GmbH, Frankfurt am Main
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZfHH	Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis
ZPO	Zivilprozeßordnung vom 30. Januar 1877
ZVO	Verordnung über die Bedingungen, zu denen Kreditinstitute Kredite gewähren und Einlagen entgegennehmen dürfen (Zinsverordnung), vom 5. Februar 1965, aufgehoben durch Verordnung vom 21. März 1967

E I N L E I T U N G

AUFGABEN VON EFFEKTENBÖRSEN UND MITTEL ZUR VERWIRKLICHUNG DIESER AUFGABEN IN DER LITERATUR

Vielgestaltig sind die Funktionen, die herkömmlicherweise den Effektenbörsen zugeschrieben werden. Die Börsen sollen - erstens - potentiellen Verkäufern und Käufern von Effekten regelmäßig und sicher zu möglichst niedrigen Kosten Gelegenheit zu Effektentransaktionen bieten. Sie sollen den Absatz vor allem großer Emissionen erleichtern, indem sie den potentiellen Käufern günstige Möglichkeiten eröffnen, ihre Anlagen auch vor Fälligkeit der Effekten zu liquidisieren[1].

---

1) Diese Aufgaben werden von den allermeisten Autoren ausdrücklich genannt. In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf: W. Prion, Art. Börsenwesen, in: HdSt, 4. Aufl., 2. Bd., Jena 1924, S. 1038 f.; A. Weber, Geld, Bank, Börsen, Vierte, vert. u. erw. Aufl., München 1961, S. 291; G. Bruns, Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt am Main 1961, S. 21; K. Wohlfarth u. S. Eley, Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts, Stuttgart 1966, S. 185 f.; W. Röpke, Der Platz der Börse in der modernen Wirtschaft, in: Bayerische Börse in neuen Räumen, Festvortrag und Ansprachen, München 1963, S. 22; Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, Thun 1964, S. 131; F. E. Armstrong, The Book of the Stock Exchange, 5. Aufl., London 1957, S. 20; E. E. Shultz, The Securities Market and How it Works, New York u. London o.J. (1946), S. 20 - 34; Financial Handbook, 4. Aufl., New York 1964, Sec. 10, S. 1; G. L. Leffler, The Stock Market, Third Ed., Revised by Loring C. Farwell, New York 1963, S. 74 - 76; W. J. Biteman, C. A. Dice u. D. K. Biteman, The Stock Market, 4. Aufl., New York 1966, S. 7; G.W. Cooke, The Stock Markets, New York 1964, S. 175 f.; S. Robbins, The Securities Markets, New York u. London 1966, S. 27 ff.; W. J. Baumol, The Stock Market and Economic Efficiency, New York 1965, S. 3.

Börsen sollen - zweitens - Kurse besonderer Qualität[1] für die an ihnen gehandelten Effekten registrieren und publizieren. Damit helfen Börsen Unternehmern bei ihren Finanzierungsdispositionen, da sie zeigen, zu welchen Konditionen Unternehmen am Markte Kapital aufnehmen können; mit den Börsenkursen werden Kapitalkosten indiziert[2]. Aber nicht nur für die Außenfinanzierung, sondern auch für die Innenfinanzierung sollen Börsen über den Börsenkurs Wichtiges leisten, indem ein Wertzuwachs des Unternehmens und damit der Aktie dank Kursfeststellung und Kurspublikation jeweils im Steigen des Kurses sichtbar wird und so die Aktionäre bereitwillig auf Dividende verzichten und einer Selbstfinanzierungspolitik zustimmen läßt[3]. An Börsen werden Unternehmen bewertet: Der Börsenkurs ihrer Aktien ist der knappste Ausdruck der Qualität einer Gesellschaft. Der

---

1) Faire, marktgerechte, den Wert des Unternehmens kennzeichnende, "unter Ausschaltung privater Interessen festgestellte" (so G. Bruns, a.a.O., S. 38) Kurse usw. Dabei meinen die Autoren: der Allokation des Kapitals oder dem Anlegerschutz besonders dienliche Kurse. Die Meinung, der Börsenkurs habe "iustum pretium" zu sein, vertrat wohl zuletzt K. Wiedenfeld, Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz, Berlin u. München 1898, S. 19. Vgl. auch: Börsen-Enquête-Commission, Berichte und Beschlüsse, Berlin 1894, S. 19, 210, und O. Stillich, Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909, S. 229.

2) F. Machlup, Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931, S. 201 ff. Daß diese Konditionen z.B. durch Werbung sehr zugunsten des Effektenanbieters verändert werden können, zeigte z.B. die VEBA-Privatisierung; in diesem Zusammenhang sei auch auf die Beispiele bei J. Wildhagen, Zinserwartungen und Anleihekonditionen, Saarbrücker Diss. 1967, S. 51 und H.C. Wallich, "Fachmännische Anlageberatung", in: ZfgK, 20. Jg. (1967), S. 711 f., hingewiesen.

3) So ausdrücklich S. Robbins, a.a.O., S. 33, 48, 58.

Rentabilitätseffekt von Maßnahmen des Managements wird im Börsenkurs eskomptiert. Die Börse kann somit als wirkungsvolle Institution zur Beurteilung und Disziplinierung von Managements angesehen werden[1].

Eine noch bedeutsamere Aufgabe von Effektenbörsen bietet sich dem dar, der sich von deren Bedeutung für das einzelne Unternehmen löst und sie als "Saugpumpen für Investitionskapital"[2], als "Zentralmarkt der Investitionsmärkte"[3] oder gar als lebensspendende "Zentralenergie des Kapitalverkehrs"[4] begreift. Börsen setzen mit ihren Kursen Signale für die Kapitalverwendung und dienen der bestmöglichen Allokation des Kapitals[5].

Drittens wird es als Aufgabe von Börsen angesehen, potentielle Käufer und Verkäufer von Effekten mit Informationen über die Gesellschaften zu versorgen, deren Titel an der Börse gehandelt werden. Ganz allgemein sollen Börsen irreguläre Bereicherungen im Börseneffektengeschäft verhin-

---

1) So kritisch W. J. Baumol, a.a.O., S. 7. Ähnlich, aber mit anderer Begründung auch W. Stützel, Förderung des Effektensparens, bislang unveröffentlichtes Manuskript eines Vortrages, gehalten auf der gemeinsamen Sitzung von Vorstand und Zulassungsstelle der Frankfurter Wertpapierbörse am 28.1.1965, S. 9.

2) H. Degner, Brauchen wir eine Zentralbörse?, in: Der Volkswirt, 21. Jg. (1967), S. 773.

3) H. Kasten, Artikel "Börsen", in: HdSW, 2. Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959, S. 369.

4) Art. Börse, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2. unveränd. Aufl., 1. Bd., Frankfurt 1958, S. 263.

5) So z.B. W. Röpke, a.a.O., S. 24 f.; S. Robbins, a.a.O., S. 48.

dern, insbesondere sollen sie Anleger vor derartigen Bereicherungen schützen[1].

Indem sie den Bezugsrechtshandel abwickeln helfen, erleichtern es Börsen ferner, Kapitalerhöhungen auf eine besondere Art durchzuführen. Schließlich präindizieren Börsen Konjunkturbewegungen ähnlich zuverlässig wie Barometer Sonnenschein[2], tragen zur inneren Ausgeglichenheit freiheitlicher Wirtschaftsordnungen bei[3], stehen als Machtmittel im unerbittlichen und unvermeidlichen ökonomischen Kampf der Nationen bereit[4] oder haben gar als "Gehirn der Volkswirtschaft" zu dienen[5].

Wenn einerseits auch selten offen bleibt, daß die meisten der genannten Aufgaben von Börsen ganz sicher nicht erfüllt werden können, solange Börsen nichts als ein "Monte Carlo ohne Musik"[6] oder ein "glorified gambling casino"[7]

---

1) G. L. Leffler, a.a.O., S. 80; S. Robbins, a.a.O., S. 31, 49 ff.; C. W. Cooke, a.a.O., S. 179 ff.

2) G. L. Leffler, a.a.O., S. 78 ff. Unkritisch auch heute noch z.B. E. Pithe, Bankbetriebslehre, Ludwigshafen 1968, S. 235, 237.

3) G. Bruns, a.a.O., S. 22.

4) Max Weber, Die Börse, II. Der Börsenverkehr, in: Göttinger Arbeiterbibliothek, hrsgg. von F. Naumann, 2. Bd. (Heft 4/5), Göttingen 1896, S. 80; siehe auch Marianne Weber, Max Weber, Ein Lebensbild, Heidelberg 1950, S. 227 - 229.
Zur Interpretation ähnlicher Äußerungen s. unten Erster Teil, C III.

5) G. Schmoller, zitiert nach A. Weber, a.a.O., S. 281.

6) G. Ruhland, zitiert nach A. Weber, a.a.O., S. 281.

7) F. Pecora, Wall Street Under Oath, New York 1939, S. 263, zitiert nach S. Robbins, a.a.O., S. 39.

darstellen, sondern daß dazu der Zusammenhang zwischen der Geschäftsentwicklung der Emittenten und den Kursen ihrer Titel verbürgt sein muß, so wird doch andererseits kaum einmal untersucht, ob, inwieweit und mit welchen Mitteln eine Börse die genannten Aufgaben einzeln oder insgesamt erfüllen kann.

Nicht nur in Deutschland ist bislang kaum erkundet, welchen Aufgaben Börsen mit welchen Mitteln begegnen. Ihren deutlichsten Niederschlag haben solche Mittel in den von Staat, Börsen und Banken getroffenen Regelungen des Effektenhandels gefunden. Diese Regelungen sind sowohl Ausdruck einer hochentwickelten Handelstechnik als auch Spiegelbild des Erfindungsgeistes namentlich White-Collar-Krimineller, deren Intentionen wieder und wieder zu durchkreuzen solche Regelungen getroffen wurden[1)].

So groß die Schwierigkeiten einer analytischen Bestandsaufnahme angesichts der Komplexität der Materie auch sein mögen, so notwendig ist eine Ziel-Mittel-Analyse als Grundlage einer Börsenpolitik, die zu betreiben das Bundesministerium für Wirtschaft sich mehr und mehr anschickt. Wenn auch eine umfassende Ziel-Mittel-Analyse meine Fähigkeiten und Möglichkeiten weit übersteigt, so soll doch wenigstens für begrenzte Bereiche versucht werden, von den gegenwärtig sichtbaren Aufgaben von Effektenbörsen einerseits und der Fülle bekannter Mittel andererseits ausgehend, ein Netz zu knüpfen, das die Verbindungslinien zwischen diesen Elementen aufzeigt.

---

1) So auch im Urteil United States versus Crosby aus dem Jahre 1961, zitiert nach E. Weiss, Registration und Regulation of Brokers and Dealers, Washington 1965, S. VII. Im gleichen Sinne, jedoch in anderem Zusammenhang, auch W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Die Konzentration in der Wirtschaft, hrsgg. von H. Arndt, 2. Bd.: Ursachen der Konzentration, Berlin 1960, S. 947.

E R S T E R T E I L

AUFGABEN VON EFFEKTENBÖRSEN AUS DER SICHT AM EFFEKTENHANDEL INTERESSIERTER KREISE

A. VORBEMERKUNG: ZIELE, ZIELKOMPLEMENTÄRE UND OKTROYIERTE AUFGABEN

Aufgaben, an deren Realisierung die führenden Mitglieder einer Organisation als solche interessiert sind, sind Ziele dieser Organisation[1].

Aufgaben einer Organisation, an deren Realisierung kein führendes Mitglied dieser Organisation interessiert ist, werden nicht von dieser Organisation erfüllt werden und sind insofern eben nicht Aufgaben dieser Organisation, sondern unverbindliche Wünsche Dritter, es sei denn, daß die Erfüllung solcher Aufgaben entweder der Organisation von außen in irgend einer Weise oktroyiert wird oder schlicht bei der Verfolgung von Zielen nicht zu vermeiden ist (Komplementarität).

Der Katalog der Aufgaben, die üblicherweise den Börsen zugeschrieben werden, soll im folgenden daraufhin untersucht werden, inwieweit er (1) Ziele von Börsen, (2) zielkomplementäre Aufgaben, (3) den Börsen oktroyierte Aufgaben oder (4) für die Börsen unverbindliche Wünsche Dritter enthält. Außerdem wird überprüft, ob dieser Katalog einer Ergänzung bedarf[2].

---

1) Homogene Interessen dieser Mitglieder vorausgesetzt.

2) Eine Kontrolle auf Vollständigkeit ist kaum möglich, da sich mit den Interessen der vom Börsenverkehr berührten Wirtschaftsobjekte im Zeitablauf auch der Inhalt des Katalogs ändern kann.

B. ZIELE VON EFFEKTENBÖRSEN

I. TYPEN VON BÖRSENMITGLIEDERN

Börsenmitglieder sind Effektenhandelskaufleute und als solche daran interessiert, ausschließlich mittels ihrer Tätigkeit an einer Börse oder wenigstens auch durch diese in der Periode ihrer Börsenaktivität[1] ein möglichst hohes Einkommen zu erzielen[2]. Effektenhandelskaufleute im Sinne dieser Definition sind nicht nur Inhaber von Effektenhandelsfirmen, sondern auch Organe juristischer Personen oder Angestellte, die für den Effektenhandel ihrer Firma verantwortlich sind[3].

---

1) Betrachtet wird hier eine Art Totalperiode. Welche Probleme sich daraus ergeben, daß diese evtl. nicht überschaubar ist und daß Reinvermögenszugänge üblicherweise für Teilperioden ermittelt werden, wird zunächst offen gelassen.

2) Die Attraktivität einer Börsenmitgliedschaft wird allerdings nicht nur durch die an der Börse erzielbaren Gewinne, sondern auch durch das mit dieser verbundene, oft hohe Sozialprestige bestimmt. Ob der Wunsch nach öffentlichem Ansehen vernachlässigbare Einflüsse auf die Ziele von Börsen hat oder nicht, mag dahingestellt sein. Auf diese Einflüsse wird nur insoweit eingegangen, als vermutet wird, daß der Wunsch der Börsenmitglieder nach öffentlichem Ansehen es einer interessierten Umwelt erleichtert, den Börsen von ihr artikulierte und deutlich gewünschte Aufgaben zu oktroyieren. Die latente Bereitschaft, solchen Ansuchen der Umwelt zu entsprechen, ist umso größer, je mehr Börsenmitglieder nach Sozialprestige streben.

3) Andere Angestellte, ferner nicht in Effekten handelnde Kaufleute sowie Nichtkaufleute, die in irgendeiner Weise einer Börsenkorporation angehören, sind keine Börsenmitglieder. Den Einfluß sogenannter "Sonstiger Börsenbesucher", "Fördernder Mitglieder" und ähnlicher Personen auf die Ziele von Börsen halte ich für vernachlässigbar. Ich setze mich daher nicht mit den Interessen des bezeichneten Personenkreises auseinander.

Die Erträge und Aufwendungen[1] eines Börsenmitgliedes gliedere ich in solche, die resultieren aus:

1. Handeln oder Unterlassen im Umkreis von Geschäften mit
   a) Effekten, die an der Börse gehandelt werden,
   b) Effekten, die nicht an der Börse gehandelt werden,
2. Handeln oder Unterlassen in anderen Bereichen.

Einfachheitshalber sei von Erträgen und Aufwendungen im Effektengeschäft und im (börsenfremden) Nichteffektengeschäft gesprochen. Grundsätzlich[2] werden die Interessen,

---

1) Einkommen = Erträge ./. Aufwendungen. Freilich resultiert nur das Einkommen der Mitglieder, die Inhaber sind, direkt aus Erträgen und Aufwendungen im Effektenhandel. Für Organ-Mitglieder und für Angestellten-Mitglieder kann jedoch davon ausgegangen werden, daß ihre Einkommen ebenfalls von den Erträgen und Aufwendungen im Effektenhandel bestimmt werden, wenn auch in weniger starkem Maße und mit Wirkungsverzögerung.

2) Einfluß des Nichteffektengeschäfts auf die Richtung der Interessen (1. Ausnahme): Bietet ein Börsenmitglied in seinem börsenfremden Geschäft Leistungen an, die mit den im Effektengeschäft angebotenen in Substitutionskonkurrenz stehen, sind unter besonderen Marktverhältnissen Einflüsse auf die Richtung des Interesses nicht ausgeschlossen. Es kann sein, daß das Börsenmitglied beide Leistungen anbietet, um den Absatz der börsenbezogenen Leistung zu forcieren. Es kann aber auch das genau entgegengesetzte Interesse vorliegen. Ein Beispiel aus dem Automobilhandel möge dies illustrieren: Der örtliche Opelhändler habe zusätzlich die Citroen-Vertretung. Er kann dies tun, um
   a) seinen Kunden das Fahrzeug anbieten zu können, das ihren Bedürfnissen jeweils am besten entspricht, und um so seinen Gesamtumsatz zu erhöhen (Wagen beider Marken absetzen!)
   b) so den Einbruch der Citroen-Konkurrenz in den Markt abzufangen, den allein mit Opelwagen zu bedienen für ihn sehr lukrativ ist. (möglichst viel Opel, möglichst wenig Citroen absetzen!)

die ein Börsenmitglied an der Börse verfolgt, nur von der Art seines Effektengeschäfts, namentlich seines Börseneffektengeschäfts, beeinflußt.

Diese Interessen lassen sich durch Analyse der Erträge und Aufwendungen konkretisieren. Im Effektengeschäft gibt es:

1. Erträge, deren Höhe nicht oder nur in nicht genau angebbarer Weise von Kursunterschieden[1] abhängt. Sie werden - pars pro toto - "Provisionserträge" genannt.

---

c) statt der für ihn weniger interessanten Opelwagen Citroens abzusetzen, ohne jedoch Aktionen der Opelkonkurrenz ausgesetzt zu sein (möglichst viel Citroen, möglichst wenig Opel absetzen!)
Interessanterweise werden in Deutschland Banken, die regelmäßig Universalbanken sind, bevorzugt zum Börsenhandel zugelassen.

Einfluß des Nichteffektengeschäfts auf die Intensität des Interesses (2. Ausnahme): Je größer der Umfang des Nichtbörsengeschäfts, insbesondere des Nichteffektengeschäfts, ist, desto eher wird das Börsenmitglied das Interesse daran verlieren, persönlich an der Börse anwesend zu sein und sich persönlich mit Börsenfragen auseinanderzusetzen. Schon da die Mitgliederversammlung regelmäßig wenigstens eine der höchsten Autoritäten der Börse ist und die Mitglieder im Hinblick auf qualifizierte Entscheidungen über eine irtime Kenntnis der Börse verfügen sollten, beugen einige Börsen so bedingtem Desinteresse vor.

Um sich vor Einflüssen beider Art zu schützen, verlangt z.B. die NYSE von ihren Mitgliedern, die eine corporation vertreten, daß sie stimmberechtigte Anteile am Kapital derselben halten und ebenso wie alle anderen stimmberechtigten Teilhaber ihre Hauptarbeitszeit für diese corporation einsetzen. die vorwiegend Effektenhandel betreiben muß (NYSE-Constitution, Art. IX Sec. 7). Für andere Mitglieder gelten ähnliche Bestimmungen.

1) Z.B. Erträge aus Provisionen.

2. Erträge, deren Höhe in genau angebbarer Weise von Kursunterschieden abhängt, da sie nur bei solchen Unterschieden anfallen[1]. Diese seien kurz "Spannenerträge" genannt.

Unter Pos. 1 wird zweckmäßigerweise unterschieden zwischen:
a) Erträgen, die aus Ausgaben anderer Börsenmitglieder resultieren ("Mitgliederprovisionen"),
b) Erträgen, die aus Ausgaben von Anlegern[2] resultieren ("Anlegerprovisionen"),
c) sonstigen Erträgen.
An Aufwendungen fallen an
1. umsatzabhängige Aufwendungen[3]
2. nichtumsatzabhängige Aufwendungen

Die Einkommen z.B. von Freihändlern, jobbern und traders resultieren mehr oder weniger überwiegend aus Spannenerträgen, die Einkommen von Freimaklern, Saitori, Sensalen und floor brokers aus Mitgliederprovisionen, die der Agents de Change oder auch der commission brokers aus Anlegerprovisionen. Mitglieder von Effektenbörsen lassen sich nach dem Typ der Erträge, die ihr Einkommen überwiegend bestimmen, einteilen in
1. provisionsorientierte Effektenhändler (Makler)
   a) anlegerprovisionsorientierte Effektenhändler
   b) mitgliederprovisionsorientierte Effektenhändler
2. spannenorientierte Effektenhändler (Eigenhändler)

---

1) Z.B. Erträge aus Eigenhandel.

2) Anleger sind aktuelle oder potentielle Käufer oder Verkäufer von Effekten, die weder Börsenmitglieder noch andere Effektenhändler, noch Emittenten sind.

3) Z.B. anteilige Provision für Anlageberater, umsatzabhängige Börsengebühren, Courtagen im Eigenhandel.

II. INTERESSENKONSTELLATIONEN IN EFFEKTENBÖRSEN[1)]

1. Widerstreitende Interessen jeweils zweier einzelner Mitgliedergruppen

a) Anlegerprovisionsorientierte versus mitgliederprovisionsorientierte Makler

Die Haupterträge der mitgliederprovisionsorientierten Händler stellen für die anlegerprovisionsorientierten Händler umsatzabhängige Aufwendungen dar. Allein deshalb sind immer Interessengegensätze zwischen diesen beiden Gruppen denkbar[2)]. Zudem ist die Höhe der Mitgliederprovision in aller Regel nicht wettbewerbsbestimmt, sondern willkürlich festgelegt. Hat man deshalb einen - wie auch immer festgelegten - Schlüssel zur Aufteilung der Anlegerprovision fixiert, wird dieser lange Zeit unverändert bleiben, so lange wenigstens, wie er beiden Seiten ein auskömmliches Einkommen ermöglicht oder wie die Stärke einer Seite sich relativ nicht erheblich verändert[3), 4)]. Ein zweiter An-

---

1) Es werden nur einige Interessenkonstellationen knapp dargestellt, die unter wenig speziellen Voraussetzungen gegeben sind.

2) Gegen das Argument, diese Überlegungen träfen deutsche Verhältnisse nicht, da die Provision nicht geteilt, vielmehr dem Anleger ja Courtage - gesondert - in Rechnung gestellt werde, ist zu sagen, daß Courtage grundsätzlich immer in Rechnung gestellt wird, gleichgültig, ob ein Makler bemüht wird oder nicht (vgl. hierzu: § 403 HGB, K. Wohlfarth u. S. Bley, a.a.O., S. 314). Bei Courtage und Provision handelt es sich um eine Aufspaltung des Gesamtpreises für die Dienstleistung "Orderausführung" in zwei Teilpreise. In Österreich berechnet man entweder Teilpreise oder den sogenannten Gesamtspesensatz (H. J. Krümmel, Bankzinsen, Untersuchungen über die Preispolitik von Universalbanken, Köln 1964, S. 106).

3) Auch als in der Zeit der großen Umsatz- und Kursrückgänge das Einkommen deutscher Makler erheblich abnahm, scheiterten die Kursmakler des Frankfurter Platzes, als sie versuchten, eine Anhebung der Courtagesätze zu erreichen. Die Banken schmerzt dagegen nicht der an der Düsseldorfer

satzpunkt für unterschiedliche Interessen beider Seiten ist der Anteil der Aufträge am gesamten Auftragsaufkommen der anlegerprovisionsorientierten Händler, die den mitgliederprovisionsorientierten Händlern zur Ausführung anvertraut werden. Die Höhe dieses Anteils wird nicht nur durch die Technik der Orderausführung, sondern auch dadurch determiniert, ob und in welchem Umfang Börsenmitglieder berechtigt sind, eigene Angestellte zum Abschluß von Börsengeschäften einzusetzen. Diese beiden Faktoren sowie die Zahl der insgesamt durchschnittlich auszuführenden Aufträge bestimmen entscheidend das Verhältnis anlegerprovisionsorientierte Händler zu mitgliederprovisions-

---

Börse beschrittene Weg zur Einkommenserhöhung der Makler, das Handelsvolumen pro Kursmakler dadurch zu erhöhen, daß freiwerdende Kursmaklerstellen nicht mehr besetzt werden. Vgl. o. V., Effekten-Courtage wird nicht erhöht, Antrag der Frankfurter Makler fand keine Gegenliebe, in: FAZ, Nr. 153 vom 6. Juli 1966.

4) Die Höhe der Anlegerprovision und der Mitgliederprovision sind i.d.R. hoheitlich oder kartellarisch fixiert (z.B. Courtage durch die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, in Österreich durch den Landeshauptmann, in Frankreich durch Erlaß des Comitée des Bourses de Valeur unter Gegenzeichnung des Finanzministers, in den USA bei direktem Abänderungsrecht der Kartellvorschriften durch die SEC). Sie kann jedoch nicht immer realisiert werden. Wo die Höhe der Provision zu bestimmen der Konkurrenz der Makler überlassen wird, ist das Schlüsselproblem gelöst - so lange Konkurrenz besteht. So ist z.B. in London die Mitgliederprovision Hauptbestandteil des "turn". (Zu beachten ist, daß in London auch der Inhalt der für die Mitgliederprovision gebotenen Leistung ein anderer ist: Statt mehr oder minder schneller Exekution wird sofortige Ausführung offeriert.)

orientierten Händlern[1].

Diese potentiellen Streitpunkte - Anteil am Provisionserlös pro Auftrag und Anteil am gesamten Auftragsaufkommen - sind i.d.R. abgeklärt. Allerdings werden Spannungen regelmäßig latent vorhanden sein.

b) Anlegerprovisionsorientierte Makler versus Eigenhändler und mitgliederprovisionsorientierte Makler versus Eigenhändler

Grundsätzlich stehen spezielle Interessen einer Maklergruppe nicht den Interessen der Eigenhändler entgegen; die Interessen der Eigenhändler kollidieren hauptsächlich mit den Interessen beider Maklergruppen. Der folgende Abschnitt behandelt diesen Interessengegensatz.

---

1) Diese Relation ist unter Berücksichtigung handelsberechtigter Angestellter - jeweils ungefähr - für

- die NYSE	1,1 : 1	
- die Londoner Börse	4 : 1	
- die Frankfurter Wertpapierbörse	16 : 1	(incl. nicht handelsberechtigte Angestellte; die vergleichbare Relation ist niedriger)
- die Düsseldorfer Wertpapierbörse	17 : 1	

Quellen: W. J. Eiteman, C. A. Dice und D. K. Eiteman, a.a.O., S. 227; Europäische Arbeitsgemeinschaft für Wertpapieranalysen, Die europäischen Wertpapierbörsen, o.O. u.J. (Frankfurt 1964), S. 4; Frankfurter Wertpapierbörse, Handbuch 1968, S. 34; Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf, Bericht 1967, Düsseldorf 1967, S. 54 - 59

Für jede Börse wird sich nach einer längerwährenden Konstanz der oben erwähnten Determinanten eine bestimmte, für die betrachtete Börse typische Relation herausbilden, bei deren Einhaltung die genannten Interessengegensätze am wenigsten virulent sind.
Die Pariser Börse ist die größte unter vielen Börsen, die mitgliederprovisionsorientierte Börsenhändler nicht kennen.

2. Gemeinsame Interessen zweier Mitgliedergruppen im Widerstreit zu Interessen der jeweils dritten Gruppe

a) Maklerinteressen versus Eigenhändlerinteressen

Gemeinsam ist den Maklern das Interesse an einem möglichst hohen Orderaufkommen. Je höher das Orderaufkommen, desto höher ist schließlich auch das Einkommen beider Gruppen[1]. Problematisch ist, ob auch die spannenorientierten Händler dieses Interesse teilen.

Da zur Realisation von Spannen Geschäftspartner benötigt werden, sind prima facie auch die Eigenhändler an einem hohen Orderaufkommen interessiert. Nach der plausiblen These[2], daß die Kursunterschiede umso geringer werden, je tiefer der Markt ist, muß es ein bestimmtes Orderaufkommen geben, das für die spannenorientierten Händler optimal ist[3]. Solange dieses Optimum nicht erreicht ist,

---

1) Es wird von Verhältnissen ausgegangen, wie sie unter 3. präzisiert werden.

2) Je höher das Orderaufkommen, desto höher ist nicht nur die Zahl sofort ausführbarer Aufträge, sondern auch der Bestand nicht ausführbarer Orders. Der Bestand an Verkaufsaufträgen bildet eine Barriere gegen Kurssprünge nach oben, der an Kauforders eine solche nach unten hin.

3) Abstrakt ist dieses Optimum bestimmbar:
d_i seien die Kursunterschiede beim Handel des Titels i,

A_i das entsprechende Auftragsaufkommen:

$$d_i = f(A_i)$$

Die Eigenhändler realisieren jeweils schnellstens und haben nur fixe Kosten. Die Zahl ihrer Schlüsse (in Einheiten) sei $x_i(A_i)$. Ihre Erlöse sind dann in einem Wert:

decken sich die Interessen von Maklern und Eigenhändlern; ist es erreicht, sind sie entgegengerichtet. Da aber dieses kritische Aufkommen konkret unbestimmbar[1] ist, halte ich diesen denkbaren Gegensatz für irrelevant[2].

Stärker ist dagegen das bekannte Argument, die Existenz der Eigenhändler stimme Anleger gegenüber dem Börsengeschäft mißtrauisch und wirke sich deshalb negativ auf das Orderaufkommen aus[3]. Sofern die Makler einer Börse

---

$E_i = 0{,}5\ x_i(A_i)\ d_i(A_i)$ und insgesamt:

$$\sum_{i=1}^{n} E_i = \sum_{i=1}^{n} 0{,}5\ x_i(A_i)\ d_i(A_i)$$

Das optimale Aufkommen ist dasjenige, bei dem vom Erlös her gesehen das Schrumpfen der Spannen durch die Erhöhung der Schlüsse gerade noch kompensiert werden kann.

1) Die Funktionen $d_i = f(A_i)$ und $x_i = g(A_i)$ sind kaum konkretisierbar und vermutlich sehr wenig beständig.

2) Immerhin mag dieser Gegensatz eine gewisse Aversion von Eigenhändlern gegen eine expansive Börsenpolitik erklären helfen. Vor allem aber dürfte diese Aversion auf folgendem beruhen: Eine expansive Börsenpolitik geht heute regelmäßig mit Anlegerschutzmaßnahmen - auch im Bereich des Börsengeschäfts - einher, die den Aktionsspielraum besonders der Eigenhändler einengen. Vgl. Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, 88th Congress, 1st Session, House Document No. 95 (im folgenden zitiert als Cohen-Report), Pt. 2, S. 48 - 246; siehe auch unten Abschnitt C III.

3) Dies dürfte auch der Hauptgrund dafür sein, daß es die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, freilich ohne es ausdrücklich zu sagen, ablehnt, Eigenhandelsumsätze zu veröffentlichen. Vgl. hierzu: Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Umsatzpublizität, o.O. September 1968 (Hektographie). O.V., "Publizitäts-Eintopf" an den Börsen?, in: FAZ, Nr. 244 vom 19. Oktober 1968.

einzeln und insgesamt gesehen nicht überwiegend, sondern ausschließlich provisionsorientiert sind, können sich an der Existenz von Eigenhändlern durchaus heftige Interessenkonflikte entzünden. Es erstaunt daher auch nicht, daß es auf der Welt keine Börse gibt, die nur ausschließlich provisionsorientierte und daneben spannenorientierte Mitglieder kennt. Der Interessengegensatz dieser beiden Gruppen ist zu krass, als daß ihn eine Organisation längere Zeit aushalten könnte[1].

Sind die Makler nicht ausschließlich provisionsorientiert, ist der Eigenhandel für sie insbesondere an umsatzschwachen Tagen ein sehr probates Mittel, Provisionsertragsausfälle zu kompensieren und Leerkosten zu vermeiden[2], so daß die Eigenhändler genausowenig wie der Eigenhandel selbst i n n e r h a l b der Börse umstritten sein werden.

---

1) Die sehr starke Argumentation der Makler wäre an einer solchen Börse kurz: "Wir müssen denen nicht nur die lukrativsten Abschlüsse überlassen, sondern die machen uns auch noch unser Geschäft kaput!" oder: "Solange die uns das Geschäft verderben dürfen, können wir zu nichts kommen!" und an umsatzschwachen Tagen: "Wir müssen hier herumstehen und tatenlos zusehen, wie die Geschäfte machen!"

Viel schwächer wird diese Argumentation, wenn sie nur von ausschließlich mitgliederprovisionsorientierten Maklern vorgebracht wird. Die nur überwiegend anlegerprovisionsorientierten Makler können dagegenstellen, daß sie selbst schließlich besser wissen müßten, was einem hohen Orderaufkommen dienlich sei, denn sie seien es ja, die Orders an die Börse brächten. Daher gibt es auch Börsen mit ausschließlich mitgliederprovisionsorientierten Maklern neben zumindest auch spannenorientierten Mitgliedern (z.B. die Wiener Börse).

2) K. F. Hagenmüller, Der Bankbetrieb, Bd. 2, Wiesbaden 1964, S. 211.

b) Gemeinsame Interessen der anlegerprovisionsorientierten Makler und der Eigenhändler versus Interessen der mitgliederprovisionsorientierten Makler

Sind allein die mitgliederprovisionsorientierten Makler vom Eigenhandel ausgeschlossen, so besteht der gerade beschriebene Interessengegensatz in sehr viel geringerer Stärke[1]. Er verliert noch mehr an Schärfe, wenn den mitgliederprovisionsorientierten Maklern der Eigenhandel wenigstens innerhalb gewisser Grenzen gestattet ist[2].

Die Eigenhändler können sich mit den anlegerprovisionsorientierten Maklern auch hinsichtlich des Anteils der Mitgliederprovision an der Anlegerprovision einig sein, da sie an einer möglichst geringen Mitgliederprovision interessiert sein können. Dieser Interessengegensatz wurde bereits behandelt. Er spielt kaum eine Rolle. Eigenhändler bedienen sich selten eines Maklers. Sie führen aber auch selbst für Makler Orders aus, so daß die genau umgekehrte Interessenlage der Eigenhändler ebenfalls denkbar ist.

c) Gemeinsame Interessen der mitgliederprovisionsorientierten Makler und der Eigenhändler versus Interessen der anlegerprovisionsorientierten Makler

Eine Koalition gegen die anlegerprovisionsorientierten Makler ist außer aus dem genannten Grunde auch deshalb möglich, weil die anlegerprovisionsorientierten Makler oft auch Leistungen anbieten, die in Substitutionskonkurrenz mit den

---

1) Vgl. Fußnote 1, Seite 16.

2) So in Deutschland durch § 32 Abs. 1 BG. Außerdem sind alle Kursmakler der Frankfurter Wertpapierbörse berechtigt, vorbehaltlich Aufgabe zu kontrahieren (vgl. hierzu § 12 FU, § 18 Abs. 1 S. 1 MO).

im Effektengeschäft angebotenen Leistungen stehen, und daher evtl. am Effektenhandel nicht das Interesse zeigen, das die anderen Mitglieder als geboten erachten[1)2)].

3. Gemeinsame Interessen aller Mitgliedergruppen

a) Gemeinsame preispolitische Interessen

Gleich anderen Handelsbetrieben bieten Effektenhandelsbetriebe zwei Grundtypen[3)] von Leistungen an:

1. Nachweis von und Information über Tauschchancen, hier: Nachweis von An- und Verkaufsmöglichkeiten von Effekten und Information über diese Effekten z.B. durch Werbung für das Effektensparen, sogenannte Börsenberichte, Aktien- und Rentenführer, mündliche Anlageberatung usw.
2. Realisation der nachgewiesenen Chancen, hier z.B.: Übernahme einer Effektenkommission, Abschluß und Erfüllung des Geschäfts für den Kommittenten.

Als Inhaber und Leiter von Effektenhandelsbetrieben müßten die Börsenmitglieder daran interessiert sein, die in ihren Betrieben erstellten Leistungen zu Preisen abzusetzen, bei denen ihr Betriebsgewinn maximal ist. Wollen sie diese Preise ermitteln, sehen sie sich

---

1) Ferner ist zu beachten: Die Eigenhändler sind wie die mitgliederprovisionsorientierten Makler i.d.R. Kaufleute, die nur kleine Betriebe haben.

2) Vgl. Fußnote 5, Seite 3.

3) Unter diese beiden Typen lassen sich alle beim Warenaustausch notwendigen Leistungen des Händlers subsumieren. Sehr ausführlich stellte diese Leistungen dar: H. Marré, Funktionen und Leistungen des Handelsbetriebes, Köln und Opladen 1960.

verschiedenen Schwierigkeiten gegenüber, die im wesentlichen darauf beruhen, daß

- der Erlös je Leistungseinheit kaum ermittelt werden kann, da die Leistungen üblicherweise lose zu Leistungsbündeln zusammengefaßt teils entgeltlich, teils unentgeltlich angeboten werden (Nachweisleistungen werden regelmäßig unentgeltlich abgegeben)
- die Kosten der Leistungsarten ganz überwiegend nicht zurechenbar sind[1]. Die Grenzkosten sind daher so gering[2], daß sie für die Bestimmung von Preis und Absatz irrelevant sind[3].

---

1) Das haben vor allem die Untersuchungen von Krümmel für Universalbanken ergeben (a.a.O., S. 196 - 225). Sofern Effektenhandelsleistungen von Universalbankabteilungen erstellt werden, gilt Krümmels Argumentation unmittelbar; werden solche Leistungen von Spezialbanken, z.B. Brokerfirmen, angeboten, trifft sie in gleicher Weise zu, es sei denn, es spräche etwas dafür, daß hinsichtlich der Zurechenbarkeit der Sach-, Personal- und Geldbeschaffungskosten für Spezialbanken des Effektengeschäfts etwas anderes Geltung hat, als für Effektenabteilungen von Universalbanken. Dafür spricht aber nichts. Vgl. auch K. F. Hagenmüller, a.a.O., S. 211.

2) Im wesentlichen Formularkosten, evtl. auch Übermittlungskosten und anteilige Provisionen z.B. von Anlageberatern.

3) Könnte man Preisabsatzfunktionen für die Leistung "Ausführen eines Börsenauftrags" ermitteln, würde sich vermutlich herausstellen, daß diese wegen der Wandlungen von Kursänderungserwartungen im Zeitablauf ganz enorme Veränderungen aufweisen: je höher z.B. der Anlagenutzen ist, den ein Anleger erwartet, desto höhere Transaktionskosten wird er auszugeben bereit sein. Es fragt sich, ob es möglich und klug wäre, diese zyklischen Bewegungen preispolitisch auszunutzen. Anders ist es, wenn permanent für verschiedene Titel auch verschieden hohe Anlagenutzen erwartet werden. So ist der erwartete Anlagenutzen bei Aktien gewöhnlich höher als bei Renten. Die Provision je angelegte Währungseinheit bei Aktien ist dementsprechend höher als bei Renten, ohne daß befürchtet werden muß, diese höheren Spesen würden potentielle Aktienkäufer relativ mehr abschrecken.

Unter diesen Verhältnissen gibt es keine Preisuntergrenzen für einzelne Sortimentsleistungen und Preiswettbewerb wird äußerst lästig. Wie groß jeweils die für absatzpolitische Maßnahmen einsetzbare "Manövriermasse ist, zeigen nur Gesamtrechnungen, die alle geplanten Erlöse und alle geplanten Kosten aller angebotenen Leistungen einander gegenüberstellen[1]. Krümmel sieht in dieser Lästigkeit ein wichtiges Kartellstimulans[2].

Wo der Effektenhandel von Spezialbanken mit relativ engen Sortimenten betrieben wird, mag die Lästigkeit unruhiger Märkte erträglich sein, doch sind die Märkte für Effektenhandelsleistungen besonders unruhig, weil die Nachfrage nach solchen Leistungen von der jeweiligen Struktur der sehr reagiblen Kursänderungs e r w a r t u n g e n abhängt[3].

Diese Anhaltspunkte mögen plausibel machen, warum Börsenmitglieder nur in Ausnahmefällen[4] auf den Absatz-

---

1) Diese Zusammenhänge werden sehr detailliert dargestellt bei H. J. Krümmel, a.a.O., S. 225 - 288.

2) Ebda., S 272 - 275; weitere auch in diesem Zusammenhang relevante Kartellstimulantien sind auf S. 271 behandelt.

3) In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf die Darstellung der Determinanten von Umsätzen an Bestandshaltemärkten bei J. Wildhagen, a.a.O., S. 35 - 50.

4) Manche deutschen Banken pflegen ihrer Großkundschaft weniger als die übliche Provision von 0,8 % zu berechnen, nicht jedoch Häuser mit hervorragendem Effektenservice. Vgl. in diesem Zusammenhang auch W. J. Baumol, a.a.O., S. 33, der einer Stimme Raum gibt, die auf die nur dreimalige Änderung der Commissions-Strukturen an der NYSE hinweist sowie darauf, daß die Mitgliederfirmen sich lieber auf Nebenleistungswettbewerb als auf Preiswettbewerb einlassen. Vgl. ferner R. Nowak, Der Finanzmarkt New York, Köln und Opladen 1967, S. 48 f.

märkten außerhalb der Börse preispolitische Mittel einsetzen. Als wichtigster Absatzpreis ist die Gegenleistung für die Ausführung eines Auftrages an der Börse an den bedeutendsten Märkten seit langem kartellarisch, hoheitlich oder durch die Börse fixiert[1]. Daraus wird geschlossen, daß Börsenmitglieder an Preisen für ihre Leistung interessiert sind, die feststehen und die allen geschäftspolitischen Maßnahmen eine sichere Basis geben[2], [3].

b) Gemeinsames Interesse an größerer Ergiebigkeit potentieller Engpaßfaktoren

Da die Preise der Leistungen, die die Börsenmitglieder erstellen,- wie soeben gezeigt - ein Datum sind und da zumindest kurzfristig von einer bestimmten erwarteten Gesamtleistungsabnahme ausgegangen werden muß[4], wird deutlich, welche Bedeutung die Aufwands- bzw. Kosten-

---

1) Vgl. Fußnote 4, Seite 12.

2) Da die Mitgliederprovision von der Anlegerprovision abhängt und Eigenhändler auch mitgliederprovisionsorientiert sind, kann durchaus von einem gemeinsamen Interesse gesprochen werden.

3) Auf eine solche sichere Basis legten wohl auch alle Banksprecher großen Wert, die sich vehement dafür einsetzten, daß die hoheitliche Fixierung der wichtigsten Universalbankpreise durch die Zinsverordnung nicht aufgehoben werde. Die Erkenntnis der drohenden Beschwernis, unter der sich ohne ZVO jede Bank ihren preispolitischen Weg werde suchen müssen, erklärt den bekannten mysteriösen Satz von Janberg: "Dann gingen die Lichter aus und die Marktverhältnisse würden...erheblich dunkler." (H. Janberg, Freiheit für Bankzinsen? in: ZfgK, 19. Jg. (1966), S. 24.)

4) Die Nachfrage nach Brokerleistungen hängt so stark vom nicht immer manipulierbaren Ausmaß der Unterschiedlichkeit der Kursänderungserwartungen des Publikums ab, daß diese Annahme berechtigt erscheint.

seite für das Einkommen eines Mitgliedes hat. Bei Versuchen, Kosten abzubauen, ergibt sich allerdings das Problem der Spitzenbelastung. Will man die Kundschaft nicht nachhaltig verärgern, muß stets gewährleistet sein, daß auch an Tagen mit hohem Ordereingang die Aufträge prompt ausgeführt werden können. Die Kapazitäten sind demnach auf die erwarteten Spitzenbelastungen zuzuschneiden und Leerkosten folglich unvermeidbar[1].

Die für die Kapazitätsbemessung relevanten Spitzenbelastungen von Börsenfirmen beruhen ausschließlich auf Spitzen im Ordereingang für das Börseneffektengeschäft. Gliedert man das Ordergeschäft in Orderakquisition, Orderannahme, Orderdisposition, Orderausführung, Orderabrechnung und Erfüllung, kann genau lokalisiert werden, welche Stellen des Effektenhandelsbetriebes Belastungsspitzen besonders treffen. Auch noch während Überstunden kann abgerechnet werden und erfüllt werden. Notfalls lassen sich diese Verrichtungen verschieben. Auch daß an lebhaften Handelstagen kein Anlageberater frei ist, wird der größte Teil der Effektenkundschaft hinnehmen. Bei der Annahme, Disposition[2] und Ausführung jedoch gibt es kein Ausweichen. Für die Ausführung steht grundsätzlich nur die Börsenzeit zur Verfügung, während der auch die Hauptannahme- und Hauptdispositionsarbeit anfällt.

Die Stellen und Abteilungen, von denen diese drei unaufschiebbaren Verrichtungen ausgeführt werden, sind

---

1) Einzelheiten zum Problem: Spitzenbelastung und Kapazität in Dienstleistungsbetrieben finden sich bei H. J. Krümmel, a.a.O., S. 196 - 200. Vgl. auch K. F. Hagenmüller, a.a.O., S.211.

2) Zur Orderdisposition findet sich eine anregende Darstellung bei H. Mittermüller, Der Aktienhandel an der New York Stock Exchange, in: ZfB, 34.Jg. (1964), S. 538.

die potentiellen Engpässe. Engpaßfaktor ist in erster Linie die Arbeitszeit der dort eingesetzten Mitarbeiter. In je höherem Maße es gelingt, insbesondere bei der Orderausführung die Engpaßbelastung pro Schluß zu verringern, desto höher wird die Entlastung von Personalaufwand dadurch sein, daß

1. die gleiche Leistung in einer kürzeren Gesamtarbeitszeit erbracht werden kann,
2. Leerkosten abgebaut werden können, die auf die Bemessung der Kapazität nach der Spitzenbelastung zurückzuführen sind.

Die Aufwandsminderung aufgrund des zweiten Effekts tritt stets neben die durch einfache Produktivitätserhöhung. Sie fällt umso mehr ins Gewicht, je mehr sich Spitzenbelastung und Durchschnittsbelastung unterscheiden, und ist Null, wenn die Spitzenbelastung gleich der Durchschnittsbelastung ist[1]. Im Effektenhandel beträgt diese Differenz

---

1) Ein Beispiel mag diese Zusammenhänge illustrieren: Drei Betrieben gelänge eine Verbesserung der Relation Leistung zu Engpaßfaktoreinsatz von 4 : 1 auf 5 : 1. Die Kapazitäten müssen auf eine Spitzenbelastung zugeschnitten sein. Eine Arbeitsstunde koste 10 DM. Faktoreinsatz, der außer Arbeitseinsatz nötig ist, sei vernachlässigbar. Eine Umwandlung von Leer- in Nutzkosten durch Erstellen anderer Leistungen sei nicht möglich, insbesondere sei es den Börsenhändlern nicht möglich, sich verstärkt dem Eigenhandel zu widmen (vgl. oben S. 16). Werte für die Ausgangssituation werden durch A, die für die Situation nach den Rationalisierungsmaßnahmen mit B gekennzeichnet. Weitere Annahmen und die Resultate der Rationalisierung finden sich in der Tabelle auf S. 24.

Besonders mit dem qualifizierten Produktionseffekt geht eine Verringerung des Risikos einher, daß die Leistungen nicht in der erwarteten Höhe abgenommen werden. Freilich werden nicht die Wahrscheinlichkeiten beeinflußt, mit denen bestimmte Leistungsabnahmen erwartet werden, sondern nur die Höhe möglicher Verluste. Die Ruinwahrscheinlichkeit kann allerdings ebenfalls verringert werden.

Tabelle zu Fußnote 1 auf Seite 23

Erläuterungen		Betrieb 1	Betrieb 2	Betrieb 3
Planungsperiode (P) in Tagen		100	100	100
Erwartete Gesamtleistungsabnahme in P in Einheiten (E)		500.000	500.000	500.000
Höchste erwartete Spitzenbelastung pro Tag in E		5.000	15.000	25.000
Durchschnittsbelastung pro Tag in E		5.000	5.000	5.000
Vorgabezeit pro E in Stunden	A	0,25	0,25	0,25
	B	0,20	0,20	0,20
Gesamtarbeitszeit pro P in Stunden	A	125.000	375.000	625.000
	B	100.000	300.000	500.000
Gesamtkosten in P in Tsd. DM	A	1.250	3.750	6.250
	B	1.000	3.000	5.000
Leerkosten in P in Tsd. DM	A	0	2.500	5.000
		0	2.000	4.000
Entlastung durch				
1. einfachen Produktivitätseffekt in DM		250.000	250.000	250.000
2. qualifizierten Prod.effekt in DM (Leerkostenabbau)		0	500.000	1.000.000
1. und 2. in DM		250.000	750.000	1.250.000
(Spitzenbelastung ./. Durchschnittsbelastung) : Durchschnittsbelastung		-	2	4
Entlastung durch 2. / Entlastung durch 1.		-	2	4

häufig ein Mehrfaches der Durchschnittsbelastung; die Spitzenbelastung ist oft ein Mehrfaches der Durchschnittsbelastung[1].

Daraus wird deutlich, welch überragendes Interesse Mitglieder an Mitteln haben, die zur Verminderung der Belastung potentieller Engpässe pro Leistungseinheit geeignet sind. Daß im Effektenhandel im Gegensatz zu beispielsweise der Elektrizitätswirtschaft gar nicht versucht wird, den Spitzen durch preispolitische Maßnahmen (Preisdifferenzierung) ihre Schärfe zu nehmen[2], spricht dafür, daß solche Mittel bereits gefunden sind. Je mehr Aufwand insbesondere die Arbeitsstunde eines Effektenhändlers erfordert - an der New York Stock Exchange (NYSE) dürfen nur die Firmenchefs selbst handeln - in desto größerem Umfange werden solche spitzenbelastungsanfälligen Produktionsfaktoren durch andere Faktoren substituiert werden.

Hierzu haben sich weniger Betriebsmittel als vor allem organisatorische Mittel bewährt und zwar sicher nicht nur, weil sie nicht abnutzbar sind und so nicht die Verringerung des Personalaufwands durch Erhaltungs- und Abschreibungsaufwand kompensieren. In welch umfassender Weise solche organisatorischen Mittel eingesetzt werden, wird ausführlich gezeigt werden.

Börsen selbst sind als solche Mittel anzusehen. Statt im eigenen Hause nicht ausführbare Orders liegen zu lassen,

---

1) Hingewiesen sei nur auf die Angaben in NYSE, Fact Book 1965, New York 1965, S. 40.

2) Anders ausgedrückt: Die Effektenhändler verhalten sich als Mengenanpasser.

um eine passende Gegenorder abzuwarten, oder durch Boten eine solche Gegenorder suchen zu lassen, wird die Wahrscheinlichkeit einer solchen Begegnung mit einer Gegenorder schlicht durch örtliche und zeitliche Konzentration von Aufträgen erhöht, durch einen Marktplatz, eine Börse. Ein Teilprozeß bei der Erstellung der Leistung "Auftragsabwicklung", das Aufspüren einer korrespondierenden Order und Abschluß, wird nicht im einzelnen Effektenhandelsbetrieb selbst, sondern mittels einer Gemeinschaftsstelle[1], eines Verbandbetriebes[2] der Effektenhändler vorgenommen.

Das Interesse an Mitteln, die geeignet sind, die Ergiebigkeit potentieller Engpaßfaktoren zu erhöhen, ist primär ein Interesse der anlegerprovisionsorientierten Händler. Existiert einmal eine Börse und haben sich in dem der Börse übertragenen Teilprozeß der Auftragsabwicklung im Zuge weiterer Rationalisierung mitgliederprovisionsorientierte Händler als Spezialisten für Teilprozesse dieses Teilprozesses herausgebildet[3], gelten für

---

1) Ausdrucksweise im Anschluß an K. Rößle, Die Übertragung betriebswirtschaftlicher Funktionen auf Gemeinschaften, in: ZfHH, 22 Jg. (1929), S. 77 - 82.

2) Ausdrucksweise im Anschluß an E. Grochla, Betriebsverband und Verbandbetrieb, Berlin 1959.

3) Mitgliederprovisionsorientierte Händler fehlen auch heute noch vor allem an kleineren Börsen. Zum Entstehen dieses Händlertyps an der NYSE siehe G. L. Leffler, a.a.O., S 203. Um 1875 soll sich ein gewisser Mr. Boyd ein Bein gebrochen haben und so zur Spezialisierung verurteilt deren Vorzüge schätzen gelernt haben. Von Bedeutung sind specialists an der NYSE aber erst seit etwa 1910. Vgl. auch Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 61 f. Über die Entwicklung des Instituts der beeidigten Handelsmakler in Deutschland im 19. Jahrhundert gibt Auskunft im Anhang seines vorzüglichen Werkes: E. Struck, Die Effektenbörse, Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände, Leipzig 1881. Vgl. auch O. Hock, Das Maklerwesen an der Wertpapierbörse zu Frankfurt a.M., Frankfurter Dissertation 1927.

das Interesse dieser Händler ganz ähnliche Überlegungen. Die für Orderannahme, Orderdisposition und Abschluß von mitgliederprovisionsorientierten Händlern benötigte Arbeitszeit je Order muß möglichst noch verringert werden (bis die dadurch erzielte Kostenminderung durch die Kosten der dazu eingesetzten Mittel kompensiert wird), wenn diese ihr Einkommen bei gegebenem Umsatz erhöhen wollen. Auch Eigenhändler werden an einer möglichst effizienten Handelstechnik Interesse haben, sei es, um Zeit für Alternativtätigkeiten zu gewinnen, sei es, um ein größeres Handelsvolumen bewältigen zu können.

So kann von einem gemeinsamen Interesse aller Börsenmitglieder an Mitteln gesprochen werden, die geeignet sind, die Ergiebigkeit potentieller Engpaßfaktoren zu erhöhen.

c) Gemeinsames Interesse an einer Erhöhung des Orderaufkommens

Im Lichte eines gemeinsamen Interesses der Börsenmitglieder ist es zweckmäßig, über das bereits Gesagte hinaus zu präzisieren, daß unter einer Erhöhung des Orderaufkommens verstanden werden kann

1. ein wachsendes Spitzenaufkommen (pro Tag) bei sonst gleichbleibendem Normalaufkommen
2. ein wachsendes Normalaufkommen bei gleichbleibendem Spitzenaufkommen
3. eine Zunahme des Spitzenaufkommens und des Normalaufkommens jeweils gemessen an den Aufkommen der Vorperiode.

Aus den bisherigen Ausführungen ergibt sich, daß die Mitglieder an einer Zunahme der Nachfrage nach ihren Leistungen vom ersten Typ nicht interessiert sein können. In hohem Maße jedoch sind sie an einer Zu-

nahme vom zweiten Typ interessiert, da diese auch eine Erhöhung der Summe aller Deckungsbeiträge bei unveränderter Kapazität bedeutet.

Dieses Interesse bzw. Desinteresse kommt auch in der Werbung der Mitglieder zum Ausdruck. Von den allgemeinen Motiven des Haltens von Beständen[1] - Gebrauchsbedarfe, Verbrauchsbedarfe (exogen bedingte Pufferbedarfe), losgrößendegressionsbedingte Pufferbedarfe, Vorsichtsbedarfe (vorsichtsbedingte Pufferbedarfe), Spekulationsbedarfe - ausgehend, kann man Verbindungen zwischen diesen Motiven und dem Orderaufkommen (Pläne zum Auf- und Abbau von Effektenbeständen) herstellen. Spitzenaufkommen resultieren überwiegend aus Zuströmen zu und Abströmen von Spekulationsbeständen infolge von Ereignissen, die interpersonell unterschiedliche[2] Änderungen von Kursänderungserwartungen auslösen. Normalaufkommen dagegen resultieren weniger als Spitzenaufkommen aus geplanten Veränderungen von Spekulationsbeständen, sondern vielmehr aus solchen von Gebrauchs- und Pufferbeständen. Das Interesse der Mitglieder an einem möglichst allein wachsenden Normalaufkommen wird darin sichtbar, daß in der Werbung immer und immer wieder auf die vorzügliche Eignung von Effekten hingewiesen wird, Gebrauchs- und Pufferbedarfe zu befriedigen[3].

---

1) W. Stützel, Entscheidungstheoretische Elementarkategorien als Grundlage einer Begegnung von Wirtschaftswissenschaft und Rechtswissenschaft, in: ZfB, 36. Jg. (1966), S. 779 f. Vgl. auch H. J. Krümmel, a.a.O., S. 16.

2) Unterschiedlich hinsichtlich der Richtung, des Zeitpunktes und/oder des Ausmaßes der erwarteten Kursänderungen.

3) Hier sei nur auf die intensive Werbung mit Wertpapiersparplänen oder Vermögensaufbauplänen verschiedenster Provenienz im Jahre 1968 hingewiesen.

Man geht kaum fehl mit den Annahmen, daß für Effektenhandelsbetriebe multiple Betriebsgrößenvariationen durchaus möglich und lukrativ sind. Unter solchen Verhältnissen werden Mitglieder auch an einer Zunahme von Normal- und Spitzenaufkommen interessiert sein. Die Determinanten der Höhe des Orderaufkommens sind von den Effektenhändlern mehr oder weniger beeinflußbar. Zu den nicht oder kaum beeinflußbaren Determinanten zählen: allgemeiner Wohlstand, politische Entwicklungen, Konjunkturbewegungen, Höhe und Verteilung der Effektenbestände u.v.a.m. Sehr wohl beeinflussen können Effektenhändler aber z.B.

- Art und Ausmaß der Mühe, die nötig ist, eine Order zu erteilen,
- die Schnelligkeit der Auftragsausführung,
- Art und Ausmaß des Börsengeschäftsrisikos[1].
- die Typen der angebotenen Leistungen und die Verbreitung der Kenntnis dieses Angebots

(kurz: die Produktgestaltung und die direkte und indirekte Werbung für ihre Dienstleistungen).

Für die Qualitätsvariation von Effektenhandelsleistungen gibt es eine Fülle von Möglichkeiten, nicht nur in den Betrieben von Mitgliedern selbst, sondern auch an Börsen. Einige dieser absatzpolitischen Teilinstrumente, namentlich die Verminderung des Börsengeschäftsrisikos, haben die Besonderheit, daß ihr Einsatz sofort zu möglicherweise merklichen Erlösausfällen führt (z.B. bei Verzicht auf Nostrokompensation werden fingierte durchgeleitete Beschaffungsteilpreise zu effektiven Beschaffungsteilpreisen[2]), denen nur ein fast unmerklicher Orderaufkom-

---

1) Begriff und Bezeichnung nach G. W. Engler, Vor Aktien wird gewarnt, München, Bern und Wien 1967, S. 165 ff.

2) Begriffe und Bezeichnungen nach H. J. Krümmel, a.a.O., S. 55 ff.

menszuwachs gegenübersteht. Dieser Zuwachs liegt vielleicht sogar jenseits des ökonomischen Horizontes, der die Börsenaktivität der Mitglieder eingrenzt. Maßgebliche Kreise deutscher Effektenhändler lehnen daher den Einsatz derartiger Subinstrumente zur Aufkommenserhöhung ab[1].

d) Sonstige gemeinsame Interessen

Das gemeinsame Interesse von Effektenhändlern an Börsen als Gemeinschaftsstellen zur wirtschaftlicheren Erfüllung ausgegliederter Teilprozesse reicht allein aus, die Existenz von Börsen zu erklären. Gleichwohl verbinden die Mitglieder noch andere Interessen mit der Institution Börse, die bisher nur zum Teil erwähnt wurden. So bietet diese Gelegenheit für informellen, aber regelmäßigen Gedanken- und Informationsaustausch zu Tageszeiten, die innerhalb der Geschäftsstunden liegen und zu denen andere Stätten informeller Begegnung üblicherweise noch nicht besucht werden. Daß nicht selten auch Persönlichkeiten, die im Börsenhandel keine Funktion haben, Börsensitzungen aufsuchen[2], ist ein Zeichen des allgemein

---

1) Vgl. hierzu: Ad-hoc-Ausschuß für die Börsenreform des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes, Stellungnahme zu den Plänen des Bundeswirtschaftsministeriums zur Verbesserung des deutschen Börsenwesens, (Köln 1967), S. 18 passim. Ferner sei nur hingewiesen auf: E. Matthiensen, Die Kreditbanken und der Wertpapierhandel, in: Die Zukunft des Wertpapiermarktes, ZfgK, 14. Jg. (1961), Sonderheft, S. 2 - 4. Siehe auch:o.V., Zu einfach gemacht, in: Handelsblatt, Nr. 156 vom 17. August 1966.

2) Auch heute noch haben sich z.B. u.a. 31 Persönlichkeiten ohne Recht auf Teilnahme am Wertpapierhandel gemäß § 15 Zif. 3 BO von der Frankfurter Wertpapierbörse zum Börsenbesuch berechtigen lassen (Frankfurter Wertpapierbörse, Handbuch 1968, Frankfurt 1968, Teil II, S. 29 - 31).

für solche Begegnungsmöglichkeiten bestehenden Interesses.

Nicht geringer ist ferner das Interesse der Mitglieder an einem Gütestempeleffekt der Börsenmitgliedschaft einzuschätzen. Anleger sollen zumindest glauben, daß Börsenmitglieder besonders sachkundige, honorige und daher anderen vorzuziehende Effektenhändler seien. Das Spektakuläre der Börse ist geeignet, dem Gütestempel "Börsenmitglied" eine besonders nachhaltige Wirkung zu verleihen[1].

4. Zusammenfassung

Die gemeinsamen Interessen der Börsenmitglieder setzen allen Maßnahmen des Börsenmanagements die Ziele. Diese Interessen sind

- mindestens für die Hauptleistung der Effektenhandelsbetriebe einheitliche und feste Konditionen vor allem gegenüber Nichtmitgliedern zu fixieren und zu gewährleisten, sofern dies die Mitglieder nicht bereits ohne Einschaltung von Börsengremien vereinbaren (Konditionenfixierung gegenüber Nichtmitgliedern)
- sich durch Substitution namentlich spitzenbelastungsanfälliger Transformationsfaktoren an die jeweilige "Minimalkostenkombination" für die Produktion der Teilleistungen heranzutasten, die zu erstellen der Börse übertragen ist (Erhöhung der Wirtschaftlichkeit in Teilprozessen, die die Börse wirtschaftlicher bewältigen kann; Verringerung der Transaktionskosten von Börsenmitgliedern)

---

1) Diese Gütestempelfunktion wird heute insbesondere bei Immobilienbörsen herausgestellt. Vgl. G. Schneider-Düsseldorf, Die doppelte Marktfunktion der Immobilienbörse, in: Handelsblatt Nr. 172 vom 6./7. Sept. 1968; E. Sailer, Was steckt hinter den Immobilienbörsen?, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 127 vom 5. Juni 1967.

- das gegebene Spitzen- und Normalaufkommen an Aufträgen durch Werbung und den Mitgliedern genehme Produktgestaltung zu erhöhen (Erhöhung des Orderaufkommens).

Potentielle Interessengegensätze von Eigenhändlern und Maklern lassen nur zwei Typen von Börsen zu: Börsen, an denen überhaupt nicht für eigene Rechnung gehandelt werden darf, und Börsen, an denen alle oder fast alle auch für eigene Rechnung handeln. Die Auswirkungen anderer Sonderinteressen sind regelmäßig sehr viel weniger gravierend.

C. AUFGABEN VON BÖRSEN AUFGRUND VON BELANGEN AM EFFEKTENHANDEL INTERESSIERTER NICHTMITGLIEDER

I. ANLEGERINTERESSEN

1. Interesse an einer der Anlegervermögensmehrung dienlichen Gestaltung einzelner Effektenhandelsleistungen

a) Vorbemerkung

Gebrauchs-, Puffer- und Spekulationsbedarfe motivieren das Halten von Effektenbeständen. Sie haben im Zeitablauf im Rahmen der befriedigbaren Gesamtbedürfnisse von Anlegern unterschiedliche Bedeutung. Das ist ein Grund für Effektentransaktionen. Ein anderer liegt darin, daß sich im Zeitablauf die Qualität von Titeln im Urteil der Anleger ändert und daß die Titel mehr oder weniger den Bedürfnissen der Anleger entsprechen. Aus welchem Grunde auch immer Menschen kaufen oder verkaufen wollen - stets kommt es ihnen nicht nur darauf an, überhaupt zu akzeptablen Preisen und in beliebiger Menge Chancen zum An- und Verkauf von Effekten nachgewiesen und diese Chance realisiert zu bekommen, sondern auch auf die Qualität von Nachweis und Realisation.

Die Qualität der Dienstleistung "Nachweis und Realisation" wird zweckmäßigerweise als Resultierende zweier Komponenten bestimmt:

a) Ort, Zeit und betriebstechnische Konditionen[1)],

b) die Sicherheit der Anleger, daß ihr in Effektentrans-

---

1) Bei einer Auftragserteilung notwendige Bemühungen eines Anlegers, Gültigkeit und Dauer eines Auftrags, Form des Nachweises (gedruckte Börsenberichte, telefonische Information), Präsenthaltung von Aufträgen an den entsprechenden Märkten u.v.a.m.

aktionen involviertes Geld- und Börseneffektenvermögen (Anlegervermögen) nicht gefährdet wird.

Auf die Komponenten der ersten Klasse einzuwirken, ist überwiegend nicht Sache der Börsen, sondern der Effektenhandelsbetriebe selbst, weshalb hierauf nicht näher eingegangen wird[1]. Wie noch zu zeigen ist, haben Börsen jedoch auf Art und Umfang der zweiten Klasse von Komponenten erheblichen Einfluß[2].

Die letztgenannten Komponenten machen einen Teil der Faktoren aus, die Anlegervermögen gefährden. Derartige Faktoren sind eine Fülle ungewisser ungünstiger Ereignisse (Risiken)[3], die eintreten können, wenn ein Anle-

---

1) Diese Komponenten sind für den Kunden im Gegensatz zu vielen Faktoren, welche die Anlegervermögen gefährden, evident. So muß sich eine für den Anleger unbefriedigende Produktgestaltung in diesem Bereich deutlich absatzhemmend auswirken, wenn nicht Anlagenutzen zu erwarten sind, die Anleger höher bewerten als solche Mängel. Die Mängel wiegen besonders schwer, wenn sie sich bereits vor jedem Geschäft zeigen.

2) Unter dem börsenpolitischen Aspekt, der diese Arbeit motiviert, scheint die Einordnung qualitätsbestimmender Faktoren in diese zwei Klassen zweckmäßig. Ähnlich würde ein Autor, der unter nahrungsmittelpolizeilichem Aspekt über den Lebensmittelhandel schreibt, wohl die Determinanten der Qualität des Lebensmittelangebots in gesundheitsgefährdende und sonstige Determinanten einteilen.

3) Vgl. hierzu: H. Arnold, Risikentransformation, Saarbrücker Diss. 1964, S. 15 - 17.

Als Wertbasis verwende ich die Entwicklung des Anlegervermögens ohne das jeweilige betrachtete Ereignis. Ungünstig ist demnach ein Ereignis dann, wenn der Wert des zur Rede stehenden Vermögens infolge dieses Ereignisses niedriger als der Wert eben dieses Vermögens bei Nichteintritt des Ereignisses ist. Vermögensgewinne sind Folgen günstiger Ereignisse.

ger sich eines Effektenhändlers bedient oder Effektenpositionen hält. Zur Klassifikation von Anlegerrisiken ist zu fragen:

1. Kann der Eintritt jeweils befürchteter Ereignisse bestimmten Personen zugerechnet werden?
2. Erlangen solche Personen durch den Eintritt der genannten Ereignisse für sich oder andere, von ihnen Begünstigte, einen Vermögensvorteil?
3. Gehen für den Anleger mit diesen Risiken entsprechende Chancen einher?
4. Besteht ein Informationsgefälle innerhalb des interessierten Personenkreises in bezug auf eingetretene ungünstige Ereignisse?

Wird von jeweils nur zwei Ausprägungen dieser Unterscheidungskriterien ausgegangen, lassen sich 16 Gruppen von Anlegerrisiken bilden. Alle diese Gruppen hier näher zu bezeichnen, würde abseits führen. Nur soweit einzelne Gruppen im Rahmen dieser Untersuchung eine Rolle spielen, sind sie Gegenstand der folgenden Ausführungen. Das vielgestaltige Risiko von Vermögensnachteilen, die von den Schädigern zur eigenen Bereicherung herbeigeführt werden, sei Risiko von Vermögensverschiebungen genannt. Die Risiken von Vermögensnachteilen, mögen sie irgendwelchen Personen angelastet werden können oder nicht, denen ebenfalls - bei wem auch immer, aber höchstens zufällig bei Schädigern - Chancen von Vermögensgewinnen gegenüberstehen, werden als Risiken von Vermögensumschichtungen bezeichnet.

b) Interesse an der Verringerung von Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Effektengeschäft

Stein des Anstoßes für jeden Anleger muß in erster Linie die Gruppe jener Risiken sein, die dadurch charakterisiert wird,

- daß ihr Eintritt bestimmten Personen zurechenbar ist
- daß diese Personen oder von diesen Begünstigte[1] Vermögensgewinne buchen können, gerade weil sie die ungünstigen Ereignisse und damit einen Vermögensschaden für Anleger herbeigeführt haben
- daß ihnen entsprechende Chancen betroffener Anleger nicht gegenüberstehen[2] und
- daß über den Eintritt des betrachteten ungünstigen Ereignisses ausschließlich oder im wesentlichen nur der Personenkreis informiert ist, der daraus Vermögensgewinne erlangt.

In diese Klasse Anlegerrisiken, Risiken der verdeckten[3]

---

1) Um die Komplexität der folgenden Zusammenhänge nicht noch zu erhöhen, wird der Fall, daß die den Vermögensschaden eines Anlegers verursachende Person einen Dritten begünstigt, im folgenden nicht explicite ausgeführt. Fälle dieser Art sind aus der Sicht eines Anlegers auch nicht anders zu werten. Der Schädiger bereichert sich nicht direkt, sondern indirekt, da er sich eine entsprechende Zuwendung des Begünstigten einhandelt. Z.B.: Wird ein kursmanipulationsgekoppelter Kursschnitt dadurch vollzogen, daß die Kundeneffekten zu einem der tiefsten Kurse des Tages in einem wash-sale vom Kommissionär A an Kommissionär B gehen, wird A nur so abschließen, wenn er weiß, daß B ihn entsprechend begünstigen wird. Die Begünstigung eines Dritten ist der Regelfall beim Risiko gezielter Zuteilung bzw. Nichtbedienung bei unausgeglichenem Markt.

2) Z.B. gibt es zwar in gewissem Umfang für Anleger das Risiko des Kursschnitts, aber nicht in entsprechendem Umfang Chancen, zu günstigeren als den vom Kommissionär erlangten Kursen Abrechnung zu erhalten. Anlegerrisiken und Anlegerchancen sind hier und in anderen Fällen asymmetrisch.

3) Ein Beispiel für eine offene (d.h. jedem Interessierten gleichermaßen bekannte) Vermögensumschichtung ist das Risiko der Transaktionskostenerhöhung. Während in diesem Falle der Vermögensgewinne Erlangende eine produktive Leistung erbringt, ist dies bei den verdeckten Verschiebungen nicht der Fall. Das Risiko der Transaktionskostenerhöhung ist eines der Anlegerrisiken, das die Qualität der Effektenhandelsleistungen nicht determiniert.

Vermögensverschiebung im Effektengeschäft[1] sind etliche bekannte Risiken einzureihen.

aa) Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Bereich des Nachweises von Effektentauschchancen (Risiken unzulänglicher und unwahrer Qualitätsbeschreibung von Effekten)

Im Bereich des Nachweises von Effektentauschchancen tritt das Risiko verdeckter Vermögensverschiebung infolge von Informationsdifferenzen über Daten auf, die für die Bewertung von Effekten relevant sind[2]. Dieses Risiko resultiert hauptsächlich aus einer Publizitätspolitik vom Emittenten, welche die zur Beurteilung der Angemessenheit des Preises insbesondere von Gesellschaftsanteilen notwendigen Informationen nicht in ausreichendem Maße zur Verfügung

---

1) Vermögensverschiebungen im "ungeregelten Kapitalverein" und Maßnahmen dagegen hat herausgearbeitet: W. Stützel, Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Die Konzentration in der Wirtschaft, hrsgg. von H. Arndt, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 20/II, Berlin 1960, S. 946 - 985.

2) Diese Informationsdifferenzen sind von dem oben erwähnten Informationsgefälle hinsichtlich des Eintritts ungünstiger Ereignisse zu unterscheiden. Sie sind im Falle des Risikos unwahrer oder unzulänglicher Qualitätsbeschreibung Voraussetzungen für den Eintritt dieser Ereignisse. Im Falle z.B. eines Kursschnitts oder gezielter Nichtbedienung treten bestimmte andere Datenkonstellationen an ihre Stelle. So ist das für eine verdeckte Vermögensverschiebung entscheidende Ereignis z.B. der Auftrag eines insiders, der Kursschnitt selbst, der Konzertauftrag eines Händlers usw. Für Vermögensumschichtungen bedarf es nicht erst der Transaktion eines insiders; ungünstiges Ereignis im Sinne der Definition einer Vermögensumschichtung ist bereits die Nichtinformation oder Schlechtinformation von Anlegern, gleichgültig ob damit auch - wie regelmäßig der Fall - Informationsdifferenzen einhergehen.

stellt[1), 2)], und aus der weitgehend daraus erklärbaren Neigung von Anlegern, allerlei Gerüchten und Meinungen Glauben zu schenken, die geeignet sein könnten, solche Informationen zu ersetzen[3)].

---

1) Ausreichend wäre sicherlich nicht eine jährliche stichtagsnahe Berichterstattung, selbst wenn sie alle notwendigen Informationen enthielte, weil diese nur für die Zeit um diese Berichterstattung Informationsdifferenzen ausräumte.

2) Basis eines Risikos, das dem Risiko untertreibender Berichterstattung sehr ähnelt, ist in einem besonderen Fall nicht die bezeichnete Publizitätspolitik, sondern die Unkenntnis der Absichten potentieller Paketaktionäre (Risiko interessebedingter Aktienbesitzkonzentration). Dieser Komplex wird hier ausgeklammert, da diese Art der Aktienbesitzkonzentration allein auf Unzulänglichkeiten des Aktienrechts beruht. Während das Problem informationsbedingter Effektenwanderungen sich nur stellt, wenn Effekten gehandelt werden oder gehandelt werden können, kann das Problem der Sondervorteile oder, anders ausgedrückt, das Problem des Minderheitenschutzes auch dann in Gesellschaften auftauchen, wenn von der Gesellschaft emittierte Effekten nicht gehandelt werden können. Das stünde freilich einer Börsenzulassungsbedingung nicht im Wege, nach der nur Aktien von Gesellschaften zum Börsenhandel zugelassen werden können, deren Satzung die Vorschrift enthält, daß im Zuge einer Aktienbesitzkonzentration erlangte Rechte, sofern wenigstens ein bestimmter Prozentsatz aller ausstehenden Aktien in eine einheitliche Einflußsphäre einbezogen wird, nur geltend gemacht werden dürften, wenn die Besitzkonzentration öffentlich, z.B. durch Übernahmeangebot, erfolgte. Zu den Interessen von Paketaktionären siehe W. Stützel, Aktienrechtsreform ..., a.a.O., S. 959 - 985. Vgl. auch: o.V. Too Much of a Good Thing, in: The Economist 1967, S. 701 f. Der Autor dieses Artikels kritisiert scharf die verdeckten Vermögensverschiebungen vor Übernahmeangeboten und regt ein britisches Effekten- und Börsenamt an.

3) Zur Illustration dieses Risikos wird gern folgende wenn nicht wahre, so doch wenigstens trefflich erfundene Geschichte berichtet: Die Londoner Rothschilds hatten während der Schlacht von Waterloo eine überaus schnelle Jacht in der Schelde postieren lassen, die nicht lange nach Eintreffen der Preußen Kurs auf London nahm. Bald nach Ankunft

Zwei Klassen von Fällen sind zu unterscheiden. Einmal die Fälle, in denen Effekten als Folge übertreibender Berichterstattung der Emittenten von wissenden insiders zu unwissenden outsiders wandern (Effektenbesitzstreuung infolge von overstatement-policy)[1] oder als Folge untertreibender Berichterstattung[2] der Emittenten von unwissenden outsiders an wissende insiders gehen (Effektenbesitzkonzentration infolge von understatement-policy)[3],[4].

Zum anderen die Fälle, in denen der Anlaß zu Umsätzen nicht

---

der Jacht gingen in London Gerüchte um, Napoleon habe die alliierten Truppen geschlagen. Der Kurs der britischen Staatsanleihen sank und sank, und erst auf sehr niedrigem Niveau fand das bis zum Bekanntwerden des alliierten Sieges in großen Mengen herauskommende Material zögernde Käufer.

Im Gegensatz zu dieser Geschichte ist folgender Fall übertreibender Berichterstattung aus derselben Zeit belegt. Der preußische Untertan De Berenger verbreitete - offensichtlich direkt aus Frankreich kommend - die Nachricht, Napoleon sei gefallen, Paris genommen. Die Börse haussierte. De Berenger und seine britischen Konsorten verkauften. Es kam zum historischen Prozeß Rex versus De Berenger. Seine Majestät gewann, De Berenger wurde verurteilt (L. Loss, Securities Regulation, Second Edition, Boston u. Toronto 1961, Bd. 3, S. 1531-1533).

1) Vgl. Anhang, Fallsammlung, insbesondere lfd. Nrn. 2 u. 5.

2) Vgl. Anhang, Fallsammlung, insbesondere lfd. Nr. 4.

3) Ich verwende diese Begriffe in enger Anlehnung an W. Stützel, Aktienrechtsreform ... , a.a.O., S. 946 - 952.

Daß auch dieser im Bereich der Emittenten selbst liegende Komplex hier zu den die Qualität von Effektenhandelsleistungen determinierenden Faktoren gerechnet wird, ist zum einen daraus zu erklären, daß - nicht nur in Ländern mit Universalbanksystemen - Effektenhändler teils selbst insiders sind, teils über verschiedene Kanäle Eingang zu Insiderinformationen haben. Zum anderen haben Effektenhändler über die Börsenzulassung erheblichen Einfluß auf die Publizität der Börsengesellschaften (Gesellschaften, deren Titel an einer Börse zum Handel zugelassen sind).

vom Emittenten, sondern von anderen Personen gegeben wird, also Fälle, in denen Effekten als Folge erfundener, ausgestreuter und untermauerter tendenziell kurstreibender Gerüchte, Empfehlungen oder anderer Daten von den Urhebern dieser Nachrichten und/oder ihren Mitwissern zu anderen Anlegern wandern (Effektenbesitzstreuung infolge tendenziell kurstreibender Information durch nicht autorisierte Personen), oder als Folge durch Nichtemittenten hervorgebrachter, in Umlauf gesetzter und untermauerter

---

4) In jüngster Zeit ist wieder bestritten worden, daß ein An- oder Verkauf von insiders infolge guter bzw. schlechter Nachrichten vor Information aller Aktionäre Vermögensschäden für Kleinaktionäre impliziere, da insiders nur ohnehin eintretende Kursentwicklungen antizipierten (C. P. Claussen, Insider-Trading - ein heißes Eisen, in: FAZ Nr. 105 vom 6. Mai 1968). Sicher ist derjenige, der ohnehin seine in Rede stehenden Effekten festzuhalten oder solche ohnehin nicht zu erwerben gewillt ist, nicht geschädigt. Welcher outsider auch immer sich aber zu Transaktionen veranlaßt sieht, während ein Informationsgefälle besteht, gibt - ohne es zu wissen - Gold für Eisen oder nimmt - ohne es zu wissen - Eisen für Gold (vgl. hierzu ausführlich: W. Stützel, Aktienrechtsreform ..., a.a.O., S. 952 - 955). Claussen zieht auch die Grenze falsch, wenn er im Nachsatz zugesteht, daß das Ausnutzen von Insiderinformationen in großem, kursbeeinflussendem Umfange anders zu beurteilen sei. Sowie nur ein einziger Teilhaber an zwar ihm zugänglichen, aber auch allen anderen zustehenden Informationen Geschäftspartner bei einem einzigen Schluß wird, fallen nicht nur Vermögensschäden und korrespondierende zufällige Vermögensgewinne an (Vermögensumschichtungen), sondern es kommt zu einer bewußten, häufig betrügerischen verdeckten Vermögensverschiebung zu Lasten des outsiders, was zugleich den ersten Schritt zu einer Effektenbesitzstreuung oder Effektenbesitzkonzentration im oben definierten Sinne bedeutet. Daß insiders gewöhnlich auf der Jagd nach solcher Bereicherung und demzufolge am Markt nicht an der Seite des Outsiderpublikums zu finden sind, bringt Claussen in seiner - sicherlich nicht maliziös gemeinten - Bemerkung zum Ausdruck, insiders seien häufig geschätzte Marktpartner, weil sie zur Stabilisierung beitrügen. In diesem Zusammenhang sei besonders hingewiesen auf: H. G. Manne, Insider-Trading and the Stock Market, New York u. London 1966; L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1037 - 1132; R. W. Jennings und H. Marsh, Securities Regulation, Cases and Materials, Brooklyn 1963, S. 770-

tendenziell kursdrückender Informationen von anderen Anlegern an diese Nichtemittenten gehen (Effektenbesitzkonzentration infolge tendenziell kursdrückender Information durch nicht autorisierte Personen)[1),2)].

Auch nach der Art und Weise, in der bei Anlegern der Eindruck, der Kurs des zum Kauf oder Verkauf anstehenden Papiers sei ihnen für eine solche Transaktion günstig, erweckt und so Vermögensverluste einerseits und Vermögensgewinne andererseits ausgelöst werden, können mehrere Formen der Risiken von Anlegern aufgrund unwahrer oder unzulänglicher Qualitätsbeschreibung von Effekten unterschieden werden. Die Informationen werden die Anleger regelmäßig in Form von Wörtern oder/und Kursen über sehr verschiedene Kanäle[3)] erreichen. Dabei kann es von Bedeutung sein, ob diese Informationen erbeten[4)] sind und

---

1) Vgl. Anhang, Fallsammlung, insbesondere lfd. Nr. 31 u. 32.

2) In beiden Fällen unzulänglicher und unwahrer Qualitätsbeschreibung kann diese sowohl durch positive Information als auch durch Unterdrücken und Für-sich-Behalten für die Beurteilung der Qualität der fraglichen Effekten wichtiger Daten erfolgen. Das zuletzt bekanntgewordene Beispiel für die zweite Möglichkeit ist die "Effektenbesitzstreuung" von Aktien der Julius Berger AG (b., Ein Fall Berger, in: FAZ, Nr. 14 vom 17. Jan. 1969).

3) Vehikel solcher Informationen sind z.B. Reden auf Hauptversammlungen (Fallsammlung, lfd. Nr. 31), Zeitungen aller Art, von überregionalen Blättern über Kursblätter, Ärztedienste (vgl. hierzu: o. V., Die vertraulichen Geschäfte eines MdB, in: Capital, 7. Jg. (1968), Heft 11, S. 124) und Börsendienste bis zu Tip-Zeitungen (vgl. hierzu Fallsammlung, lfd. Nr. 35), ferner Briefe, Telefongespräche und schließlich Beratungen am Schalter (vgl. Anhang, Fallsammlung).

4) Vgl. Anhang, Fallsammlung, vor allem die Daimler-Fälle und lfd. Nr. 38.

zu welcher Zeit[1] die Information einem Anleger zugeht.

Vor allem nicht autorisierte Informationsgeber zeichnen für einen Strauß sehr unterschiedlicher Risiken verantwortlich. Erwähnt seien nur

- das Risiko der ungetreuen Effektenberatung: Wer auch für eigene Rechnung Effekten handelt, lobt als Berater Papiere hoch, die er gerne los wäre und äußert sich skeptisch über die Chancen der Titel, die zu erhalten er interessiert ist[2]
- das Risiko der ungetreuen Berichterstattung: Wer potentiellen eigenen Kontrahenten oder potentiellen Kontrahenten seines Auftraggebers allgemein über den fraglichen Emittenten berichtet, malt die weithin unbekannte Geschäftslage dieses Emittenten sehr schwarz, um die Adressaten seiner Information zu einer Revision ihres Urteils - im erwarteten Börsenkurs des Titels ausgedrückt - nach unten und zu Abgaben zu bewegen. (Gegenstück: rosige Darstellung der Geschäftslage mit Stoßrichtung Käufe der Adressaten bei erwarteten höheren Kursen)[3]
- das Risiko der Attraktion durch exhibitive Kurs- und Umsatzmanipulation. Exemplarisch seien hier Pools auf-

---

1) Vgl. Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 38.

2) Ebda., insbesondere lfd. Nrn. 9 - 11, 18, 19, 32. Die mildeste Form der ungetreuen Effektenberatung ist eine Form des "churning". Der Berater ist in diesem Falle gar nicht mehr an Spannenerträgen aus Eigenhandel, sondern nur noch an den Provisionserträgen aufgrund der Umsätze des Kunden interessiert, den er "rein und raus" schickt. In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf: E. Weiss, a.a.O., S. 110 f., und G. W. Engler, a.a.O., S. 318, Fußnote 249.

3) Vgl. Anhang, Fallsammlung, lfd. Nrn. 5 und 30.

geführt. Pools[1] entfalten eine rege Börsenaktivität in der Hoffnung, dem Publikum mögen hierzu Erklärungen einfallen, die es geneigt machen, sich entweder zu (ungewöhnlich) tiefen Kursen von ihren Beständen in dem zur Rede stehenden Titel zu trennen oder zu (ungewöhnlich) hohen Kursen solche Effekten zu übernehmen[2].

---

1) Die Konstruktion und die Tätigkeit von Pools beschreibt G. L. Leffler, a.a.O., S. 453 - 461. Am größten ist die Gefahr von Vermögensverlusten, wenn der Pool es auf einen Corner anlegt. Auch die bereits von E. Struck, a.a.O., S. 49 f., als für die NYSE nicht untypisch beschriebenen Mißstände, die er "bogus sales" nennt, gehören hierher. Dieses sind mit dem Ausstreuen von Gerüchten konzertierte Kursmanipulationen durch abgekartete Scheingeschäfte, die i.d.R. zunächst günstige Aufkaufkurse herbeiführen sollen und dann eingesetzt werden, um eine möglichst kräftige gegenläufige Kursentwicklung zu bewirken.

2) Solche Verhältnisse berichtete von deutschen Börsen die Frankfurter Zeitung vom 21. Juli 1917, zitiert nach: F. Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig 1921, S. 111 f. In gemilderter Form scheinen exhibitive Kursmanipulationen aber auch heute noch üblich zu sein. Es wird immer wieder darüber berichtet. So z.B. von B. Baching, Die Crux der deutschen Kulissenbörse, Wenn der Berufshandel die Tendenz bestimmt, in: Handelsblatt, Nr. 161 vom 24. Aug. 1966; o. V., Furioser Start, in: Handelsblatt, Nr. 3 vom 6. Jan. 1969.

Hier einzuordnen sind häufig auch in Permanenz notierte Geldnotizen bei kaum gehandelten Renten. Inwieweit es sich hier um potentielle Ausweichkurse (die ebensowenig Kurse sind wie Geldnotizen) handelt, ist ohne weiteres nicht festzustellen. Allein durch das evtl. Zurückziehen der diesen Geldnotizen zugrundeliegenden Kauforders wird noch kein Anleger geschädigt. Das wird auch nicht beabsichtigt. Vielmehr sollen Anleger zum Kauf von Titeln dieser und ähnlicher Emmissionen zu höheren als marktgerechten Kursen veranlaßt werden. Vgl. hierzu G. Wermet, Über die Kursnotierung an der Börse, ihre Schäden und die Mittel zur Schaffung der Kurszettelwahrheit, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 3. Folge, 33. Bd. (1907), S. 630; E. Schmalenbach, Stadt-Obligationen, in: ZfhF, 3. Jg. (1908/9), S. 541; M. Bürger, Die Arten der Kursfeststellung an den Weltbörsen Berlin, Paris, London und New York, Heidelberger Dissertation 1913, S. 61; H. J. Rösch. Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959, S. 57 - 64 (insbes. Fußnoten).

Mit allen Risiken vom Typ verdeckter Vermögensverschiebung gehen stets Risiken in Gestalt von Vermögensumschichtungsrisiken einher, da regelmäßig Anleger zufällig auf der Marktseite der besser Informierten zu finden sein werden. Zusammengefaßt werden diese "Risiken unwahrer oder unzulänglicher Qualitätsbeschreibung" kurz "Nachweisrisiken"

Andere Autoren meinen, es würde niemand geschädigt, so z.B. G. Obst, Das Bankgeschäft, 1. Aufl., 1. Bd., Leipzig 1914, S. 390. O. Swoboda, Die Arbitrage, 15. Aufl., Berlin u. Leipzig 1921, S. 145 f., sieht mit Ausweichkursen sogar nur Vorteile für die Anleger verbunden. Geldkurse reizten ja mehr zum Kauf als Briefkurse und es könnte sein, daß ein Inhaber so "gepflegter" Titel diese dann einmal günstig verkaufen könne. Diese Argumentation läßt die Interessen der Käufer vollkommen außer acht. Ähnlich zu werten sind Kurstreibereien, wie das Hochschreien von Kursen; auch diese Praktiken gehören in den Bereich exhibitiver Kursmanipulationen, es sei denn, sie seien im Zusammenhang mit einem kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitt zu sehen.

Die "gepflegten Kurse" ganz überwiegend in Händen von Großaktionären vereinter Aktien können m. E. hier nicht rubriziert werden. Zweck solcher Notizen dürfte es eher sein, dem Großaktionär steuerlich angenehme Wertansätze erlangen zu helfen. Einen Paketzuschlag enthalten solche Kurse sicher nicht. Vgl. Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 41. Von einem gerade entgegengesetzten Fall berichtet o.V., Nach dem Ultimo - abwärts, Die überraschenden Kurskapriolen der Aachener Rückversicherung, in: Handelsblatt, Nr. 4 vom 7. Januar 1969. Vermutlich ging es darum, keine Verluste ausweisen zu müssen.

Während in aller Regel durch exhibitive Kursmanipulation nur den Anlegern anheimgestellt werden soll zu erwägen, Aufträge hereinzugeben, können Anleger, die ihre Positionen auf Effektenkredit halten, durch Kursmanipulationen wegen der Kreditbedingungen über das Angeld hinaus zu Nachschüssen veranlaßt und damit gezwungen werden, bestimmte Aufträge zu erteilen. Kursmanipulationen mit diesem Ziel werden unter der Bezeichnung "Aus-dem-Engagement-Werfen" beschrieben (Max Weber, a.a.O., wiederabgedruckt in: Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik, Tübingen 1924, S. 317. In jüngerer Zeit traf die Dresdner Bank im Fall Krages der Verdacht solchen Vorgehens. In diesem Zusammenhang sei besonders hingewiesen auf: L. Brawand, Krages und die stärkeren Bataillone, in: Der Spiegel,

genannt. Mit der Beseitigung der Risiken der Vermögensverschiebung fallen auch die der Vermögensumschichtung fort[1].

bb) Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Bereich der Realisation von Effektentauschchancen

Außer Nachweisrisiken bestehen für Anleger noch weitere Risiken verdeckter Vermögensverschiebung: Risiken im Bereich der Realisation. Diese Risiken können Anlegern Vermögensverluste bringen, auch wenn alle Daten wohlbekannt sind, die notwendig sind, um beurteilen zu können, welcher Preis für einen Titel angemessen ist. Hat ein Anleger nicht unmittelbar abgeschlossen, sondern einen Auftrag erteilt, ist mit diesem ein - im Vergleich zum bisher allein relevanten potentiellen Kontrahenten - sehr viel besser greifbarer Anknüpfungspunkt für Bereicherungen von Effektenhändlern fixiert. Der Anleger läuft das

- Risiko des einfachen intertemporalen Kursschnitts, wenn sich der Kurs im Laufe des Tages ändert, der Kunde aber nicht hinreichend über Zeit und Umfang von Abschlußmöglichkeiten informiert wird und der beauftragte Händler - auch mangels Kontrolle durch Dritte - die Freiheit hat, zu einem niedrigeren Kurs zu kaufen, seinem Kunden aber einen höheren Kurs in Rechnung zu stellen (beim Verkaufsauftrag umgekehrt)

---

16. Jg. (1962), Nr. 44 vom 31. Okt. 1962, S. 36 - 38. Vgl. hierzu auch L. Mülhaupt u. H. Wielens, Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, in: H. E. Büschgen (Hrsg.), Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Rittershausen, Stuttgart 1968, S. 229 - 231. Diese Autoren bezeichnen diesen Sachverhalt unscharf als "Effektenkreditexekution".

1) Zu Nachweisrisiken sei auch hingewiesen auf P. Graf Czernin, Die Börse, Jena 1937, S. 108 ff.

- Risiko des qualifizierten intertemporalen Kursschnitts, wenn der beauftragte Händler darüber hinaus die Freiheit hat vorzuschützen, die Order sei z.B. infolge von Stückelungsproblemen[1] oder von Marktungleichgewichten nicht exekutierbar gewesen, so daß er sich den Kurs, den er dem Kunden in Rechnung stellen will, aus den Börsenkursen mehr als eines Börsentages aussuchen kann
- Risiko des interlokalen Kursschnitts, wenn das fragliche Papier an mehreren Plätzen zu verschiedenen Kursen gehandelt wird und der beauftragte Händler weder seinem Kunden noch einem Dritten Rechenschaft über den Ort seiner Auftragsausführung zu geben braucht. So kann er zu einem für sich selbst günstigeren Kurs eines anderen als des Platzes ausführen, zu dessen Kursen er weisungsgemäß oder nach seiner Wahl[2] dem Kunden abrechnet. Auch hier kann von der einfachen eine qualifizierte Form unterschieden werden[3]

---

1) Vgl. Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 45.

2) Vgl. Zif. 30 Abs. 1 AGB.

3) Wenn ein Kommissionär auf ein Deckungsgeschäft am Markt nicht angewiesen ist, sondern ohne ein solches aus eigenen Beständen gibt oder in diese Bestände übernimmt, hat das auf das Risiko des Kommittenten, zu Kursschnittkursen Abrechnung zu erhalten, keinerlei Einfluß. Dies gilt mit einer unerheblichen Einschränkung: Kann und darf der Kommissionär seine Portefeuilleänderung ohne jede Kenntnis Dritter als Haustransaktion vollziehen, so ist es denkbar, daß seine Portefeuilleänderungen anders ausfallen als bei Benutzung des Marktes. Diese mögliche Inkongruenz der Portefeuilleänderungen kann zur Folge haben, daß die Kurse und damit im Extremfall auch die Kursschnittkurse unterschiedlich sind, je nachdem, ob der Kommissionär die Transaktion vor aller Augen über die Börse abwickelt oder im Hause durchführt. Zu der kontroversen Frage, ob eine Kompensation den Börsenkurs beeinflußt, vgl. auch Fußnote 1) auf S. 108.

- Risiko des kursmanipulations-gekoppelten Kursschnitts, wenn sich der beauftragte Händler bei einem Kursschnitt nicht mit einem ohnehin als Abrechnungskurs zur Wahl stehenden Kurs begnügt, sondern durch einen oder mehrere wash sales[1], durch Auftragsstöße oder durch andere Manipulationen Kurse etabliert, die ihm als Abrechnungskurse dienen und ihm einen noch günstigeren Schnitt ermöglichen[2]
- Risiko des Mitlaufens[3], sofern der Anleger einen (größeren) Kaufauftrag gegeben hat, zu dessen Ausführung viel und zwar nach aller Erwartung nicht ohne Kurszugeständnisse herauskommendes Material benötigt wird. Der beauftragte Händler und andere von dem oder den Aufträgen Wissende können an der Kurssteigerung partizipieren, indem sie noch vor Erledigung der Kundenorder auf eigene Rechnung vorkaufen. Der Kunde hat pro kleinste Handelseinheit (Quantität in der Kursbezugsbasis) einen Vermögensschaden in Höhe der Differenz zwischen dem höheren Kurs, zu dem er Abrechnung erhält, und dem niedrigeren Kurs, zu dem er die Papiere ohne Mitlaufen bekommen hätte. Liegt ein Verkaufsauftrag vor, können mittels eigener gedeckter oder

---

1) Formen des wash sale sind ausführlich behandelt bei G. L. Leffler, a.a.O., S. 446 f.

2) Der Kursschnitterlös kann in diesen Fällen dann zunächst einem Dritten zugeschanzt werden, der dies dem Beauftragten in irgendeiner Form dankt. Besonders leicht wäre ein Kursschnitt dieser Art natürlich dort, wo Abrechnung auch zu Geld- oder Briefnotizen üblich ist.

3) Auch Vorlaufen oder Trittbrettfahren genannt. Hierüber findet sich eine ausführliche Darstellung bei G. W. Engler, a.a.O., S. 258 - 260. Vgl. auch R. Lewinsohn u. F. Pick, Sinn und Unsinn der Börse, Berlin 1933, S. 19. Diese Autoren nennen das Mitlaufen, angeblich im Anschluß an den Sprachgebrauch europäischer Börsenkreise, "Spiel mit Regenschirm".

ungedeckter Verkäufe die gegebenen Bereicherungschancen genutzt werden[1), 2)]

---

1) Wer für Rechnung von Fonds oder von Depots, die ihm zur Vermögensverwaltung überlassen wurden, Aufträge disponiert, ist in besonderer Weise in der Lage, solche Bereicherungschancen wahrzunehmen. Eine besondere Form des Mitlaufens oder besser Vorlaufens ermöglichen stop orders. Erwarten Händler, daß auf einem bestimmten Niveau umfangreiche stop orders to sell liegen oder wissen sie dies sogar, können sie versuchen, durch eine Serie von Verkäufen die über diesem Niveau vorhandenen Kauforders abzudecken. Ist das Niveau erreicht, wird die Serie von Verkäufen für Rechnung derjenigen fortgesetzt, die stop orders erteilten. Die Händler gehen dann auf die Gegenseite über und decken sich, sofern alles sich wie geplant abspielt, zu niedrigeren Kursen als denen ein, zu denen sie kurz zuvor verkauften. Werden auf einem bestimmten Niveau stop orders to buy erwartet, wird der Kurs entsprechend durch eine Serie von Käufen hochgetrieben, die auslösende Bedingung für die stop orders herbeigeführt und dann zu noch höheren Kursen verkauft. Dieses "gunning for stop-loss orders" ist angedeutet bei C. A. Dice, W. J. Eiteman, The Stock Market, 3. Aufl., New York, Toronto u. London 1952, S. 144.

2) Stammen Kaufaufträge (Verkaufsorders) von Kunden, die gewöhnlich dank ihrer besseren Information in der Lage sind, Kursentwicklungen zu antizipieren (insiders, Angestellte von Investmentfonds, Herausgeber von Börsendiensten u. ä.), so ist es u. U. weniger der aufgrund der Marktenge zu erwartende Kursanstieg (Kursrückgang), der dazu veranlassen mag, sich vorzeitig dem Kunden anzuschließen, als vielmehr der Wunsch, an dem aufgrund der dem Kunden vorliegenden Informationen eintretenden Kursanstieg (Kursverfall) zu partizipieren (qualifiziertes Mitlaufen). In diesem Zusammenhang ist auch die von Baumol, a.a.O., S. 19, analysierte Interpretation limitierter Aufträge durch specialists interessant. Stehen z.B. im specialist's book viele Kauforders, wird damit gerechnet, daß der Kurs des betrachteten Papiers s i n k e n wird.

Ein aus dieser Kombination von Mitlaufen und Ausweitung des Kreises informationsprivilegierter Marktbenutzer resultierender rascher Kursanstieg (Kursrückgang) kann vom Standpunkt nichtprivilegierter Anleger aus u. U. günstig zu beurteilen sein. Daraus wird deutlich, daß es bestimmte Konstellationen gibt, unter denen unfaires Verhalten einer Marktpartei durch solches einer anderen

- Risiko der Gegendisposition durch Börsenhändler, die Kenntnis über vorliegende Aufträge haben. Auch diese Börsenhändler befinden sich damit auf einem ähnlich günstigen Informationsniveau wie insiders, ihre Informationen sind freilich ganz anderer, markttechnischer Art. Die günstigste Ausgangsbasis für eigene Bereicherung zu Lasten der anderen Marktpartei hat derjenige, der alle vorliegenden Aufträge kennt. Will er z.B. das ganze vorliegende Angebot übernehmen, braucht er das nicht zu einem bestimmten Preis zu tun. Vielmehr kann er, werden die Kurse für jeden Abschluß individuell ausgehandelt (Einzelkurse)[1], im für ihn denkbar günstigsten Fall bei den bestens-Orders beginnen und dann die Limite der Gegenorders minutiös berücksichtigend die ganze "Konsumentenrente" für sich erlangen und so den Anbietern ihre "Rente" vollständig nehmen. Werden die Kurse für mehrere Abschlüsse generell bestimmt (Gesamtkurse)[2], haben zur Gegendisposition angetretene Händler die Möglichkeit, ihre Aufträge so zu gestalten, daß ein für sie günstiger Gesamtkurs zustande kommt. Konkurrierende Händler ha-

---

Partei neutralisiert wird und beide um ihre Bereicherungschancen gebracht werden. Es hieße indes den Parteien Dummheit zu unterstellen, glaubte man, daß solche Verhaltensweisen die Regel seien.

1) Ausdrucksweise im Anschluß an F. Schmidt, a.a.O., S. 72 f.

2) Gesamtkurse sind immer Einheitskurse irgendwelchen Typs. Einheitskurse können aber auch Einzelkurse besonderen Typs sein (es hat z.B. einem Kursmakler in einem Papier nur ein Paar korrespondierender Aufträge vorgelegen).

ben es in der Hand, solche Gegendispositionen zu erschweren oder zu vereiteln[1].

1) M. Bürger, a.a.O., S. 55, berichtet von Manipulationen, die als Gegendisposition zu qualifizieren sind: Börsenhändler nutzten die vorliegenden bestens-Aufträge zu vorteilhaften Abschlüssen für eigene Rechnung. Komplexere Fälle von Anlegerschädigung durch Gegendisposition können gegeben sein bei Nichtaussetzung des Börsenhandels nach Bekanntwerden eines für die Bewertung sehr wichtigen Ereignisses während der Börsenzeit oder so kurz vor derselben, daß eine Anpassung der Orders von Anlegern an die neuen Verhältnisse nicht mehr möglich ist. Gemeint ist hier nicht ein Ereignis, das bereits so lange zurückliegt, daß es sich durch Transaktionen Informierter und durch den Prozeß langsamer Ausweitung des Kreises Informationsprivilegierter bereits teilweise im Kurs widerspiegelt und sein allgemeines Bekanntwerden sich nicht mehr nennenswert auf den Kurs auswirkt - dann wäre der Fall unter "Nachweisrisiken" zu rubrizieren, sondern es ist hier an ganz aktuelle Ereignisse zu denken (z.B. Scheitern der DEA-Übernahmeverhandlungen, Kennedy-Mord). Bei Bekanntwerden solcher Ereignisse kommt es zu heftigsten Kursausschlägen. Wird ein günstiges Ereignis gemeldet, laufen insbesondere diejenigen Anleger Gefahr, Vermögen einzubüßen, die ihre Verkaufsorders aufgrund überholter Verhältnisse nach aktueller Bewertung zu tief limitiert haben (diese Orders ermöglichen etwa tiefere Kurse als jene Kurse, die nach Anpassung dieser Orders möglich wären), ferner unter Umständen auch die Anleger, deren Kauforders aus aktueller Sicht viel zu tief limitiert und damit gegen den Willen der Auftraggeber ganz aus dem Rennen sind. (Wird ein ungünstiges Ereignis gemeldet, sind Anlegerkaufaufträge zu hoch limitiert und halten so die Kurse zunächst noch höher als sie nach Anpassung wären, während limitierte Anlegerverkaufsaufträge aus dem Rennen sind.) Solche limitierten Aufträge liegen gewöhnlich - über den Monat betrachtet und deutsche Usancen zugrunde gelegt - in um so größerem Umfang vor, je näher der Ultimo ist, und - über die Börsenzeit betrachtet - je näher der Börsenschluß ist. Je größer diese Auftragsbestände sind, desto größer sind auch die Bereicherungsmöglichkeiten. An den nicht angepaßten Verkaufsaufträgen (Kaufaufträgen) können sich bei Nichtaussetzung alle die bereichern, die in der Lage sind, sofort zu disponieren, also in allererster Linie die Börsenhändler selbst. Sind die Bestände nicht angepaßter Kaufaufträge (Verkaufs-

- Risiko gezielter Nichtbedienung bei unausgeglichenem Markt, wenn der für die Zuordnung der einzelnen Aufträge zueinander zuständige Börsenhändler[1] bei gegebenem Kurs, aber zu diesem nur teilweise[2] befriedigbarer Nachfrage (befriedigbarem Angebot) gezielt die Kauforders (Verkauforders) z.B. von Kunden mit geringer Gesamtleistungsabnahme pro Periode unabgedeckt läßt. Dieses Risiko zeigt sich in einer etwas anderen Form, wenn Börsenhändler mit oder ohne besondere Funktion, nachdem feststeht, daß rationiert werden wird, dem Kursmakler Konzertorders z.B. für eigene Rechnung erteilen und so die Chancen von Kundenorders auf Bedienung mindern. In diesem Fall werden die Kaufaufträge (Verkaufaufträge) zum Kurs ebenfalls nur teilweise, aber in dem Sinne aus-

---

aufträge) erschöpft, werden die verkauften (gekauften) Titel billiger als abgegeben (zu höheren Kursen als gekauft) zurückgekauft (wieder abgestoßen). Die Entscheidung über die Nichtaussetzung sollte deshalb nie jemandem überlassen sein, der direkt oder indirekt an den Nichtaussetzungsgewinnen partizipieren kann. Die gleichen Überlegungen gelten mutatis mutandis auch für nicht durch aktuelle Ereignisse erklärbare starke Kursschwankungen. Ermöglichte eine Aussetzung des Handels die gegebenen Orders anzupassen, wäre das Gegendispositionsrisiko der Auftraggeber auf das "Normalmaß" reduziert.

1) In Deutschland hat z.B. der Kursmakler nach ungeschriebener Usance Zuordnungs- und Abschlußvollmacht. Vgl. hierzu: O. Bernstein, Das Börsengesetz, Leipzig 1910, Anm. III 2c zu §§ 29 - 31.

2) "Teilweise" hier in dem Sinne, daß einzelne Kauforders (Verkauforders) voll ausgeführt werden, andere Kauforders (Verkauforders) jedoch gar nicht. Auf diese Weise wird bei unausgeglichenem Markt nicht nur an deutschen Börsen beim Einheitskurs zugeteilt (bG, bB), sondern auch z.B. an der NYSE beim opening (NYSE-Regulation 115A.20.- Wird in dieser Arbeit von NYSE-Regulations gesprochen, ist damit stets das den einzelnen NYSE-Rules im vom CCH herausgegebenen NYSE-Guide beigegebene Material gemeint, z.B. hier das nach Rule 115. Eine kritische Notiz zu diesen Regulations findet sich im Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 517 f.).

geführt, daß grundsätzlich kein Kaufauftrag (Verkaufsauftrag) voll ausgeführt wird. Da bei derartigen potentiell effektenkäufer- (effektenanbieter-) anziehenden Kursen[1] dem Bedientwerden ein bestimmter Vermögenswert zuzumessen ist, bringt die Verringerung der Chance, bedient zu werden, einen Vermögensverlust für die Anleger mit sich, die gleichartige Aufträge aufgegeben haben. Genau diese Chance wird dadurch verringert, daß bestimmte andere Kunden gezielt bevorzugt bedient werden[2].

Ferner unterliegt das in der Transaktion involvierte Anlegervermögen nach Abschluß dem Risiko, als Erfüllung Falsifikate, abhanden gekommene Stücke oder sonst beschränkt verwendungsfähige[3] Stücke anzunehmen. Schließlich erwachsen Anlegern Risiken auch daraus, daß sie regelmäßig Effektenhändlern Geld, Effekten, Effektenlieferungsansprüche und ähnliches vor und nach Transaktionen mindestens kurzfristig zur Abwicklung ihrer Geschäfte anvertrauen (Risiko des teilweisen oder vollständigen Forderungsausfalls, Risiko der ungetreuen Verwahrung). Je geringer auch diese Risiken sind, um so eher werden die Anleger die Qualität von Effektenhandelsleistungen als ihren Interessen entsprechend einschätzen.

---

1) Begriff und Bezeichnung verwendet im Anschluß an W. Stützel, Bankpolitik heute und morgen, Frankfurt 1964, S. 51 - 54.

2) Zur Illustration sei erwähnt, daß dem Kursmakler bei einem Einheitskurs von z.B. 180 bB kein Kriterium vorgegeben ist, nach dem entschieden werden kann, welche der zu 180 vorliegenden Verkaufsaufträge vorrangig abzudecken sind.

3) Während die Sicherung gegen Falsifikate (vgl. hierzu: P. Holderbaum, Papier- und drucktechnische Sicherungsverfahren bei der Herstellung von Wertpapieren, Frankfurt 1967, bes. S. 21 f.) und abhanden gekommene Stücke heute als ausreichend angesehen werden kann, da sie im Interesse aller am Börsenhandel beteiligter Kreise liegt, sind die Sicherungen gegen die Lieferung beschränkt verwendbarer Stücke nicht unbedingt befriedigend. Vgl. hierzu: Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 47.

Die in diesem Abschnitt dargestellten verdeckten Vermögensverschiebungen beruhen kurz darauf, daß zum Schaden von Mandanten

- auf die von diesen veranlaßten Transaktionen hin die Mandatare und/oder andere Börsenhändler gleichgerichtete Nostrooperationen vornehmen
- auf die von diesen veranlaßten Transaktionen hin die Mandatare und/oder andere Börsenhändler entgegengesetzte Nostrooperationen durchführen
- Mandatare spezielle Abrechnungskurse durch Operationen von beiden Marktseiten her inszenieren
- Nostrooperationen oder andere Maßnahmen von Mandataren und/oder anderen Börsenhändlern durchgeführt werden, die verhindern, daß der Mandant zunächst überhaupt oder vollständig bedient wird

oder/und daß einem Mandanten

- ein Teil dessen vorenthalten wird, was sein Mandatar in durch ihn, den Mandanten, veranlaßten Transaktionen erlangt hat, obwohl der Mandatar zur vollen Herausgabe imstande ist
- alles oder ein Teil dessen vorenthalten wird, was er dem Mandatar übergab oder was dieser für ihn erlangte, da der Mandatar dies durch seine Geschäftsführung verbraucht oder anderen Zwecken zugeführt hat und nicht mehr in der Lage ist, die Ansprüche des Mandanten zu befriedigen
- von seinem Mandatar nicht oder nur beschränkt verwendungsfähige Stücke übertragen werden.

Auch mit einigen dieser Vermögensverschiebungen, soweit sie zu für andere Marktbenutzer relevanten Kurseffekten führen, wie Mitlaufen, Gegendisposition und ausnahmsweise auch beim Inszenieren spezieller Abrechnungskurse gehen Vermögensumschichtungen einher, da andere am selben Markt Handelnde zufällig aus diesen Verschiebungen teils einerseits Nutzen ziehen, teils andererseits Schaden erleiden können. Auch hier stehen und fallen die Risiken der Ver-

mögensumschichtung mit denen der Vermögensverschiebung[1].

c) Interesse am Abbau von Börsen beeinflußbarer Risiken der Vermögensumschichtung im Effektengeschäft

Anleger werten neben den Risiken verdeckter Vermögensverschiebung im Effektengeschäft noch einige Risiken der Vermögensumschichtung als Zeichen unbefriedigender Qualität von Effektenhandelsleistungen, sofern diesen Risiken, denen zum Teil entsprechende Chancen gegenüberstehen, von Börsen oder Effektenhändlern gesteuert werden kann. Hierzu gehören vor allem das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen, das Risiko der Kursstabilitätsverschlechterung, das Risiko unkulanter Bedienung und das Risiko der Kulanzverschlechterung.

aa) Interesse an der Verringerung des Risikos des Abschlusses zu Ausreißerkursen und des Risikos der Kursstabilitätsverschlechterung

An Kursschwankungen werden grundsätzlich aktuelle und potentielle Anleger als dem Element interessiert sein, das ihre Effektenanlage besonders interessant macht. Kursschwankungen sind häufig die entscheidende Komponente des Anlagenutzens, gleichgültig, ob es sich nun um eine Anlage über Tage, Monate oder Jahre hinweg handelt. Kursschwankungen innerhalb ganz kurzer Zeitspannen, insbesondere in-

1) Da für Risiken irregulärer offener Vermögensverschiebung in einem funktionsfähigen Rechtstaat kein Platz ist, sehe ich davon ab, sie zu behandeln. (Vgl. allerdings Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 1.) Besteht kein relevantes Informationsgefälle darüber, daß ein Bürger zulasten eines anderen seine Bereicherung erfolgreich betrieben hat, steht in einem solchen Staat der Wiedererlangung des ohne Rechtsgrund entzogenen Vermögens nichts im Wege.

nerhalb einer Börsensitzung, werden dagegen eher als störend angesehen.

Die Abgrenzung willkommener von störenden Schwankungen bereitet Schwierigkeiten. Verbindet man in einem Schaubild - die Kurse des jeweils betrachteten Titels als Ordinatenwerte, die Zeitpunkte der diesem Kurs zugrundeliegenden Abschlüsse im Abstand vom Ausgangszeitpunkt als Abszissenwerte dargestellt - die Kurse durch eine fortlaufende Linie, so erhält man einen anschaulichen Zugang zu diesem Abgrenzungsproblem: Je kürzer bei gegebenem Kursanstieg (Kursrückgang) in dem betrachteten Zeitraum diese Linie ist, desto ruhiger lag der Titel, desto stabiler war dessen Kurs, desto mehr entsprechen die notierten Kurse dem Trend, der nicht als störende Kursschwankung gilt. Umgekehrt ist diese Linie umso länger, je mehr die notierten Kurse um den Trend oszillierten, je mehr störende Kursschwankungen auftraten.

Da einerseits nicht von Kursen ausgegangen wird, die im Zeitablauf konstant sind, sondern eine solche absolute Kursstabilität abgelehnt wird, andererseits aber gerade eine gewisse Konstanz der Kurse gewünscht wird, ist mehr als eine ad-hoc-Abgrenzung von Kursstabilität und Kursinstabilität nicht möglich. In dem vorliegenden Zusammenhang geht es um die Ausführung von Aufträgen zu für Anleger günstigen oder ungünstigen Kursen, günstig oder ungünstig jeweils aus der Sicht eines Beobachters, der nach Ablauf des für die Ausführung relevanten Zeitraumes zurückblickt[1]. Setzt man den genannten Zeitraum mit etwa sechs Wochen an, und geht von der Regel aus, daß bei einer Trendberechnung nach gleitenden Tagesdurchschnitten die betrachtete Periode mindestens

1) Ähnlich G. J. Stigler, Public Regulation of the Securities Markets, in: The Journal of Business, Vol. 37 (1964), S, 133.

ein Zehnfaches der in einem Durchschnittswert berücksichtigten Werte enthalten soll, so kann ein durch gleitende Dreitagesdurchschnitte ermittelter Trend als Kriterium für Kursstabilität und damit auch für Kursinstabilität verwendet werden[1].

Bei Kursinstabilität ergeben sich vor allem zwei Komplikationen: ein Mißtrauenseffekt instabiler Kurse wegen deren Evidenz und das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen. Häufig werden Instabilitäten auf aktuelle Ereignisse zurückgeführt werden können, häufig scheint aber auch jede Erklärungsmöglichkeit zu fehlen. In jedem Falle wird sich ein Anleger, der am Höchstkurs des Tages gemessen zu einem um ganze Prozente niedrigeren anderen Kurs desselben Tages seine Effekten verkauft bekommt, oder der gemessen am Tiefstkurs des Tages ganze Prozente höher einsteigt, zweifellos darüber ärgern, auch wenn er glaubt oder sogar weiß, daß er nicht Opfer eines Kursschnitts geworden ist[2]. Sein Vertrauen in die Börse

---

1) In Titeln, in denen börsentäglich mehr als ein Kurs zustande kommt, kann jeder einzelne Dreitagesdurchschnitt statt dreier Kurse auch deren sechs oder zwölf enthalten. Bei solchen Titeln bestünde vom Material her auch die Möglichkeit, z.B. mit gleitenden Fünfkursedurchschnitten zu arbeiten. Das Problem, ob und wie die in Minuten gemessen unterschiedlich langen Zeiträume zwischen den einzelnen Kursen zu berücksichtigen sind, rückt dann aber noch stärker als bei Dreitagesdurchschnitten (Wochenenden, Feiertage) in den Vordergrund.

2) Der Ärger eines Anlegers wird um so größer sein, je ungünstiger er im Vergleich zu seinen "Konkurrenten" am Markt am selben Tag bedient wurde. Ein "Ärgermaß" ist demnach für den Verkäufer die Differenz Tageshöchstkurs abzüglich erzielter Kurs bezogen auf den Tageshöchstkurs, für den Käufer die Differenz bezahlter Kurs abzüglich Tagestiefstkurs bezogen auf den Tagestiefstkurs. Diese Ärgermaße, mit hundert multipliziert, geben an, um wieviel Prozent der bestbediente Konkurrent besser gefahren ist als der be-

wird jedenfalls nicht gestärkt werden, wenn er beobachtet, wie die Kurse von einem Tag auf den anderen derartig fackeln, daß daraus resultierende Spannen, die häufig für ihn zu nicht unerheblichen Minderungen seines Anlagenutzens führen, sehr wohl das Einkommen jederzeit zugriffsbereiter und auch für ihn tätiger Börsenhändler zu erhöhen geeignet sind.

Bedeutsam ist für den Anleger aber weniger dieser Mißtrauenseffekt instabiler Kurse, als vielmehr deren Folge, daß bei Erteilung eines Kaufauftrages bei gegebenen Kursänderungserwartungen die Chancen-Risiko-Struktur der von ihm georderten Positionen[1] besonders vage ist, da deren Wertbasis, der Einstandskurs, noch nicht fixiert ist. Er weiß schon deshalb nicht, ob und in welchem Umfange es für ihn vorteilhaft ist, eine solche Position zu erwerben und zwar um so weniger, je instabiler der Kurs des georderten Titels ist. Entsprechend ist bei Erteilung einer Verkaufsorder um so weniger abzusehen, welcher Anlagenutzen erzielt werden wird, je mehr der Kurs der angebotenen Papiere schwankt.

Die regelmäßig risikoabgeneigten[2] Anleger werden

---

trachtete Anleger. Für potentielle Anleger kann statt der obigen Differenzen jeweils die Spanne Höchstkurs minus Tiefstkurs für Vergleiche verschiedener Märkte in die Ausdrücke eingesetzt werden.

1) Begriff und Bezeichnung verwendet im Anschluß an H. Arnold, a.a.O., S. 11

2) H. C. Wallich, "Fachmännische Anlageberatung", in: ZfgK, 20. Jg. (1967), S. 708, macht sehr deutlich, warum Anleger regelmäßig risikoabgeneigt sein werden: Aus dem Gesetz vom sinkenden Grenznutzen des Geldes ist zu schließen, daß ein bestimmter Gewinn weniger erfreut, als ein gleichhoher Verlust schmerzt. So knapp und klar wurde dieser bekannte Zusammenhang selten dargestellt.

dem Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen (z.B. Verkauf zum Tagestiefstkurs, Kauf zum Tageshöchstkurs, Transaktion in einer "Ausreißerwoche") dadurch Rechnung tragen, daß sie mehr oder weniger bewußt Abstriche von den jeweils erwarteten Anlagenutzen vornehmen. Erwartet ein Anleger z.B. beim Eintreten der Ereignisse s_i Anlagenutzen von a_i mit den Glaubwürdigkeiten w_i, wenn er einen bestimmten Titel bei stabilen Kursen erwirbt und wieder veräußert, so wird er das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen dadurch berücksichtigen, daß er - von der jeweils beobachteten Instabilitätsspanne (Abweichung vom Trend) ausgehend - einen bestimmten Betrag[1] pro Transaktion von den erwarteten Ergebnissen a_i abzieht oder dem Einstandskurs bzw. ausmachenden Betrag zuschlägt[2]. Die erwarteten Anlagenutzen werden um desto größere Bruchteile gestutzt, je ausgeprägter die Instabilität ist (Stutzungseffekt erwarteter Anlagenutzen).

---

1) Anleger werden pro Transaktion und Handelseinheit den Betrag ansetzen, mit dem sie dazu gebracht werden könnten, eine bestimmte Position zu übernehmen, bei der bestimmten unsicheren Gewinnen genau gleichhohe Verluste maximal in Höhe des Doppelten der erwarteten Instabilitätsspanne gegenüberstehen und die einander entsprechenden Gewinne und Verluste mit gleichhoher Wahrscheinlichkeit eintreten können (Erwartungswert 0). Dieser Betrag hängt wesentlich von der Höhe der Instabilitätsspanne ab und ist bei risikoabgeneigten Anlegern positiv; extreme Pessimisten werden die doppelte Spanne vom Anlagenutzen in Abzug bringen, extreme Optimisten wegen der Chancen des Abschlusses zu Ausreißerkursen dem erwarteten Anlagenutzen die doppelte Spanne zuschlagen.

2) Da diese beiden Beträge die Wertstellung bekommen,wie die Auszahlung infolge der ersten Transaktion und die Einzahlung infolge der zweiten, ist es am einfachsten, den einen der Auszahlung zuzuschlagen und den anderen jeweils von den erwarteten Einzahlungen abzuziehen.

Da die Instabilitätsspannen im Zeitablauf z.B. wegen Kurspflege bei Neuemissionen einmal größer und einmal kleiner sein werden, wird der vorsichtige Anleger es unter Umständen nicht bei der schlichten Extrapolation beobachteter Spannen bewendet sein lassen, sondern auch eine Erweiterung dieser Spanne ins Kalkül ziehen (Risiko der Kursstabilitätsverschlechterung)[1].

bb) Interesse an der Verringerung des Risikos unkulanter Bedienung und des Risikos der Kulanzverschlechterung

Kulanz bezeichnet in der Sprache der Praxis den Grad der Absatzpreiselastizität bei Effekten. Ist der Kurs für einen bestimmten Titel nicht oder nur unwesentlich höher (niedriger), wenn man statt einer kleineren Menge einen großen Posten dieses Titels kauft (verkauft), wird davon gesprochen, dieser Titel ließe sich "schlank" oder

---

1) Ein Maß für die Stabilität von Instabilitätsspannen kann wie folgt gebildet werden: Die täglichen Instabilitätsspannen der laufenden Periode werden auf die aufgrund der Instabilitätsspannen der Vorperiode (Woche, Monat usw.) ermittelte Standardabweichung bezogen. Bildet man dieses Maß für verschiedene Titel, erhält man ein zum Vergleich der Kursstabilität dieser Titel in dem betrachteten Zeitraum brauchbares Maß. Bezieht man die Spannen nämlich nur auf die Trendwerte, werden Vergleiche vor allem dadurch erheblich gestört, daß die Titel unterschiedlich "schwer" oder aber unterschiedlich "heiß" sind. Solche Störfaktoren zu eliminieren scheint sinnvoll, da Anleger damit rechnen, daß "Pennywerte" oder spekulative Titel relativ zu ihrem Wert stärkeren Tagesschwankungen ausgesetzt sind als schwere oder ruhige Werte und dies auch berücksichtigen. Das angegebene Maß gibt dementsprechend nur die Abweichungen von diesen Normalschwankungen an. (Weitere Stabilitätsmaße finden sich im Anhang, Untersuchung zur Kursstabilität.)

"kulant" handeln[1] oder dieser Titel habe einen tiefen Markt.

Je enger die Märkte sind, desto mehr muß ein nicht nur kleine Posten umsetzender Anleger zusätzlich zu den Instabilitätsspannen auch noch Mindererlöse und Mehrausgaben mangels Kulanz in seine Anlagenutzenüberlegungen einbeziehen. Anders ausgedrückt: Er muß das Risiko unkulanter Bedienung und wegen der Änderung der Kulanz im Zeitablauf auch das Risiko der Kulanzverschlechterung einkalkulieren[2].

cc) Interesse am Abbau sonstiger von Börsen beeinflußbarer Risiken der Vermögensumschichtung im Effektengeschäft

Wie bereits ausgeführt, ist der Bedienung bei unausgeglichenem Markt ein Vermögenswert beizumessen, weshalb Anleger ein Interesse an einer Verringerung des Risikos ihrer Nichtbedienung haben, auch wenn es sich nicht um gezielte, sondern um zufällige Nichtbedienung handelt. Anleger wollen ferner sichergestellt wissen, daß die oben erwähnten, mit den Risiken der Vermögensverschiebung einhergehenden Risiken der Vermögensumschichtung verringert werden. Schließlich wollen Anleger nicht Ge-

---

1) Vgl. H. Hoffmann, Dispositionsregeln zur Solvenzsicherung von Depositenbanken, Saarbrücker Dissertation 1967, S. 239.

2) Wie ein führender Anlageberater einer der bedeutendsten deutschen stark im Effektenhandel engagierten Privatbanken berichtete, haben amerikanische Großkunden wegen der Marktenge an deutschen Börsen Anlagenutzenkürzungen in einem solchen Umfang hinnehmen müssen, daß sie davon abgesehen haben, weitere Orders auf deutsche Börsentitel zu erteilen.

fahr laufen, daß ihre Aufträge auch dann ohne weiteres ausgeführt werden, wenn sich die Verhältnisse ganz erheblich ändern, nachdem sie ihre Aufträge erteilt haben (Risiko der Nichtaussetzung)[1]. Endlich sind Anleger daran interessiert, ihre Aufträge möglichst sorgfältig und gewissenhaft erledigt zu wissen, so daß sie nicht versehentliche Vermögensumschichtungen zu fürchten brauchen (Risiko nachlässiger Ausführung).

2. Interesse an einer der Anlegervermögensmehrung dienlichen Sortimentsgestaltung

Basis der Sortimente von Effektenhändlern sind die umlaufenden[2] Effekten mit ihren immanenten Chancen und

---

1) Vgl. Fußnote 1 auf S. 50.

2) Die Ausdrücke "Effektenhandel" und "Börsenhandel" bezeichnen in dieser Arbeit grundsätzlich den Handel mit bereits umlaufenden Effekten mit "second-hand shares", oder wie z.B. K. Richebächer, Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt am Main 1963, S. 14, R. Nowak, a.a.O., S. 27, 38, oder H. Feith, Kapitalmarkt und Börsenreform, in: ZfgK, 21. Jg. (1968), S. 613, es ausdrückten, das Zirkulationsgeschäft (im Gegensatz zum Emissionsgeschäft) und zwar im Anschluß an den Sprachgebrauch bei K. F. Hagemüller. Obwohl Hagemüller den Effektenhandel von der Effektenemission klar absetzt, umfaßt meine Effektenhandelsdefinition - wenn wohl auch nur ungewollt - durchaus den Handel mit in Umlauf zu bringenden Effekten (a.a.O., S. 197). Freilich gehe ich nicht so weit wie W. J. Baumol, a.a.O., S. 4, der behauptet, die Börsen hätten es ausschließlich mit umlaufenden Titeln, nie dagegen mit Neuemissionen zu tun. Kapitalnehmer bringen durchaus auch über Börsen neue Stücke in Umlauf, sei es via Einführung von Pfandbriefen, sei es via Verkauf von Verwertungsaktien oder in anderer Weise. Derartige Emissionen beziehe ich in den Effektenhandel mit ein, da diese ganz in dessen Formen vollzogen werden. Eine genau zu Baumol konträre Meinung scheinen u. a. zu vertreten: H. Kasten, a.a.O., S. 369 ("werden die Investitionsmittel marktmäßig beschafft, so bestimmt das Marktgeschehen auf dem Zentralmarkt der

Risiken, an denen Anleger teilhaben wollen. Je nach ihren Präferenzen und Erwartungen werden Anleger diese oder jene Form der Partizipation bevorzugen, sei es die eines schlichten Effektenkäufers oder -verkäufers, eines Terminkäufers oder Terminverkäufers, sei es über ein Vorprämien-, Rückprämien-, Stellage- oder Nochgeschäft oder über verwandte Partizipationsformen[1), 2)]. Wenn Effektenhändler Anlegern auch weniger übliche Positionen nachweisen und ihnen die Gelegenheit zum Auf- und Abbau dieser Positionen verschaffen, werden sachkundige Anleger solche Sortimente stets als ihren Interessen entsprechend betrachten, sofern der Händler nur als Vermittler auftritt.

Bieten Händler auch Eigenhandelsleistungen, so werden sie nicht nur zu vollkommeneren Helfern, sondern auch zu potentiellen Konkurrenten ihrer Kunden. Dies gilt erst recht, wenn Anlegern Universalbanken als Effektenhändler gegenübertreten, die ihnen z.B. sichere gute und sichere schlechte Börsentips geben können oder mitunter statt fremder Papiere

---

Investitionsmärkte, auf der Effektenbörse, sowohl Richtung und Volumen als auch Bewertung der Investition..."); W. Röpke, a.a.O., S. 24 ff. Allerdings äußert selbst ein Sachkenner wie K. Richebächer auf ein und derselben Seite (a.a.O., S. 14): "Der Akt des ersten Placements berührt die Börse in keiner Weise" und einen Absatz später absolut unmotiviert: "Direktemissionen finden demnach an der Börse nur noch in geringem Umfange statt."

1) In welchem Umfange mittels Vor- und Rückprämien- sowie Stellagegeschäften an den Chancen und Risiken eines Effektentermingeschäfts partizipiert wird, zeigt H. Arnold, a.a.O., S. 22 - 51.

2) Die feinen Unterschiede zwischen den genannten und ihnen verwandten Formen (calls, puts, straddles, straps, strips usw.) beschreibt kurz und bündig: Bank Koschland und Hepner AG, Wegeleitung für Termin- und Prämiengeschäfte an der Börse, (Zürich) o. J.

eigene Titel anbieten, so daß die Kunden nie wissen, ob sie nun perfekt oder perfide beraten und bedient werden.

Interessenkollisionsträchtige Sortimente werden Bankkunden dann akzeptieren, wenn sie überzeugt sind, daß sie trotz derartiger Kombination von Bankleistungen mindestens genauso gut bedient werden wie bei strikter Separation[1]. Diese Meinung wird jeweils dadurch geprägt, wie sich die Banken bei Interessenkollisionen gerieren und wie sie sich nach gegebenen Vorschriften zu gerieren haben. Es kommt dabei nicht nur auf makellose tatsächliche Verhältnisse, sondern vielmehr auch auf die gute Meinung der Kundschaft an[2]. Für eine Bank mit interessenkollisionsträchtigem Sortiment wird sich ein Kunde trotz schlechter Meinung von dieser Bank allerdings auch dann entscheiden, wenn die Annehmlichkeiten des Universalbanksortiments

---

1) Anleger mögen in diesem Zusammenhang folgende Überlegungen anstellen: Entweder die Bank hat ein kollisionsfreies Sortiment (Bank A), dann weiß die Bank nicht mehr als ein emsiger Anleger. Bietet die Bank ein kollisionsträchtiges Sortiment (Bank B), dann kann sie mehr wissen. Die bona-fide-Auskunft der Bank A über einen Titel kann inhaltlich einer von seiten der Bank B gegebenen perfiden Beratung entsprechen. Ob perfide oder bona fide beraten, der Anlagenutzen bei Befolgung des Rates ist gleich. Bei der Bank B besteht aber im Gegensatz zur Bank A die Möglichkeit, daß er "perfekt" beraten wird und sichere gute Tips bekommt, z.B. weil die Bank sich selbst nicht mehr engagieren möchte, um weniger Angriffsfläche zu bieten.

Aus dieser Überlegung schließen zu wollen, daß die Bank B gegenüber A nur zusätzliche Chancen böte, wäre indes verfehlt, da die sicheren schlechten und guten Tips im Gegensatz zu Bank A nicht zufällig gegeben werden. Zur Illustration einer Interessenkollision zwischen Anlageberatung einerseits und vor allem Emissions- und Kreditgeschäft andererseits können herangezogen werden: Anhang, Fallsammlung, insbesondere lfd. Nrn. 9 - 11, 18 u. 19 sowie der Exkurs zu diesen Fällen.

2) W. Stützel, Förderung des Effektensparens, a.a.O., S. 24.

ihm gelegentliche Übervorteilungsversuche und falsches Spiel aufwiegen. Welche kollisionsträchtigen Sortimente von Anlegern als ihren Interessen voll und ganz kompatibel angesehen werden und welche nicht, ist daher am Trend der Bankkunden auch dort nur bedingt feststellbar, wo Universalbanken und Effektenspezialbanken verschiedenen Typs miteinander konkurrieren[1].

Im Lichte der Interessen von Anlegern kann das Problem interessenkollisionsträchtiger Sortimente auf zwei Punkte eingeengt werden. Anleger können dann von Banken erstens stets sichere gute und sichere schlechte Anlagetips erhalten (sortimentsbedingte Nachweisrisiken) und laufen zweitens Gefahr, daß die für Händler im Zuge der Ausführung von Aufträgen gegebenen Bereicherungsmöglichkeiten außergewöhnlich intensiv genutzt werden, daß also sortimentsbedingt mit Realisationsrisiken besonders zu rechnen ist.

Das Interesse an einer der Anlegervermögensmehrung dienlicheren Sortimentsgestaltung hat somit zwei Richtungen. Zum einen suchen Anleger Zugang zu einem Bukett von Alternativanlagen, zum anderen wünschen sie gerade auch in diesem Zusammenhang den Abbau von Nachweis- und Realisationsrisiken[2].

---

1) Unzulässig ist es erst recht, aus einem Trend der Banken selbst zur Universalbank eine Kompatibilität kollisionsträchtiger Sortimente mit Kundeninteressen abzuleiten, da bei Erweiterung des Sortiments Komplementaritätseffekte auftreten, die - auch beim Verprellen von Kunden wegen Mißachtung ihrer Interessen - per Saldo die Rentabilität des Unternehmens erhöhen können. In diesem Zusammenhang sei auf zwei jüngst erschienene Arbeiten zu diesem Themenkreis hingewiesen: L. Mülhaupt u. H. Wielens, a.a.O., und W. Schwilling, Das Effektengeschäft im Universalbanksystem, in: H. E. Büschgen (Hrsg.), a.a.O., S. 287 - 302.

2) Mit dem Ausdruck "Realisationsrisiken" werden sämtliche

3. Interesse an niedrigen Preisen von Effektenhandelsleistungen (Interesse an möglichst geringem Umfang regulärer offener Vermögensverschiebung im Effektengegeschäft)

Anleger wollen niedrige Transaktionskosten, da Transaktionskosten den Anlagenutzen schmälern. Den größten Anteil an Transaktionskosten von Anlegern pflegen Entgelte für Effektenhandelsleistungen auszumachen, gleichgültig, ob diese Entgelte in Abrechnungen ausgewiesen werden oder nicht. Insoweit Börsen den Handel von Effekten erleichtern, können sie den Interessen der Anleger entsprechend dafür sorgen, daß Anlegern Minderungen von Transaktionskosten der Händler weitergegeben werden.

4. Zusammenfassung

Anleger erwarten von einer Börse, daß diese alles in ihrer Macht Stehende veranlaßt, was geeignet ist, ihnen den Anlagenutzen zu sichern, den sie aufgrund ihrer Dispositionen aus dem Halten von Effektenpositionen ziehen können. Der Anlagenutzen soll so wenig wie irgend möglich dadurch geschmälert werden, daß Dritte sich zu Lasten von Anlegern beim An- und Verkauf solcher Positionen berechtigt oder unberechtigt bereichern[1].

---

im Bereich der Realisation von Effektentauschchancen auftretenden Risiken bezeichnet, die der Vermögensumschichtung wie der Vermögensverschiebung.

1) Ausgangspunkt dieser Überlegungen ist der nichtprivilegierte Anleger. Wie auch immer privilegierte Anleger werden, soweit ihre Privilegien betroffen sind, Interessen haben, die denen der nichtprivilegierten Anleger entgegengerichtet sind. Diese Sonderinteressen entsprechen teils unmittelbar gewissen Emittenteninteressen und teils auch Händlerinteressen, so daß sie implizit an anderer Stelle dargestellt werden und sich eine be-

Anleger wünschen daher vor allem, daß die Chancen- und Risikenstrukturen ihnen angebotener Effektenpositionen von all den Risiken entlastet werden, deren Übernahme ihnen nicht einmal entsprechende Chancen einbringt, dafür aber als Pendant anderen Marktteilnehmern mehr Chancen als Risiken. Auch soweit bei Risiken der Vermögensumschichtung mit solchen Risiken zugleich Chancen gleichen Umfangs gegeben sind, wie etwa beim Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen, ist es im Interesse der Anleger, diese Risiken abzubauen. Die Betrachtungsweise, daß - von Zinsen abgesehen -, nach einer sehr großen Zahl von Transaktionen hingenommene Verluste durch Gewinne kompensiert werden (oder umgekehrt), und daher solche Risiken irrelevant sind, wird der Situation vor einer Anlageentscheidung nicht gerecht, in der mehrere Positionen zur Wahl stehen. Von zwei Positionen, deren Chancen- und Risikostruktur sich abgesehen davon entspricht, daß die eine zusätzlich mit den Chancen und Risiken z.B. des Abschlusses zu Ausreißerkursen behaftet ist, werden Anleger stets die andere (Nichteffektenposition) bevorzugen. Dabei wird davon ausgegangen, daß auch für Anleger der Grenznutzen des Geldes sinkt und die Chance eines bestimmten Gewinns ihnen daher das Risiko eines gleichhohen Verlustes nicht aufwiegt. Sofern stets derartige Alternativen gegeben sind, stören solche Risiken Anleger weniger, eher freilich schon Effektenhändler. Es ist aber auch möglich, daß die Nichteffektenposition nur wegen solcher Risiken der Effektenposition vorzuziehen ist. In diesem Falle ist das Interesse von Anlegern an der Beseitigung solcher Risiken evident.

---

sondere Analyse erübrigt. Sind diese Sonderinteressen anderer Art, etwa die eines unlauteren Herausgerbers einer Tip-Zeitung, laufen sie ebenfalls andernorts beschriebenen Interessen parallel und bedürfen keiner besonderen Erwähnung. Die Grundfiguren, auf denen Interessen aufbauen, die Interessen nichtprivilegierter Anleger zuwider laufen, sind dieselben.

Faßt man die Anlegerrisiken, die die Qualität der Effektenhandelsleistungen mitbestimmen (Nachweisrisiken und Realisationsrisiken), mit den zugehörigen Chancen zusammen (kurz: alle Transaktionschancen und Transaktionsrisiken[1]), läßt sich der Stutzungseffekt erwarteter Anlagenutzen durch diese Transaktionsrisiken in ähnlicher Weise darstellen. Denkt man sich eine beliebige Effektenposition AB in heterogene Parten dergestalt zerlegt, daß die Parte A alle Transaktionschancen und Transaktionsrisiken, die Parte B den wesentlicheren Rest an Chancen und Risiken enthält, ist auch ein Betrag denkbar, gegen dessen Zahlung ein Anleger die Parte A allein zu übernehmen bereit wäre[2]. Dieser Betrag - von Anleger zu Anleger unterschiedlich hoch, doch in aller Regel positiv - bestimmt das Ausmaß des Stutzungseffekts erwarteter Anlagenutzen. Entspricht Position C (Nicht-Effektenanlage) in ihrer Chancen- und Risikostruktur Parte B, so wird ein Engagement in Position AB erst dann gleichwertig einem Engagement in C, wenn der Anlagenutzen von AB um den genannten Betrag gestiegen ist,

---

1) Sie machen sich freilich nicht nur bei der Durchführung von Transaktionen bemerkbar, sondern auch dann, wenn sich Anleger entscheiden, Transaktionen zu unterlassen.

2) An eine solche Aufspaltung zu denken, liegt nahe, da sie bei anderen als Anlegerrisiken tatsächlich vorkommt. Der Nettoertrag aus dem Geschäft, einerseits festverzinsliche Einlagen hereinzunehmen und andererseits erstklassige Obligationen zu halten, entspricht z.B. ziemlich genau dem Betrag, zu dem das solche Geschäfte betreibende financial intermediary bereit ist, nur das Zinsänderungsrisiko zu übernehmen. Ähnlich gibt eine um Bearbeitungskosten reduzierte Avalprovision genau den Betrag an, gegen dessen Zahlung ein Avalist allein das Ausfallsrisiko der Forderung übernimmt, für die er sich verbürgt. Alle anderen mit den betrachteten Forderungen verbundenen Chancen und Risiken verbleiben bei den Einlegern bzw. dem Inhaber der durch Aval gesicherten Forderung.

oder anders ausgedrückt, wenn ceteris paribus der vorher dem Preis von C entsprechende Preis für AB um diesen Betrag sinkt.

Erteilte ein Anleger für AB und für C einen limitierten Kaufauftrag, so würde das Limit für AB um diesen Betrag unter dem Limit für C liegen. Da aber andere Marktteilnehmer den in A zusammengefaßten Risiken z.B. als Börsenkulissiers nicht immer gleichermaßen ausgesetzt sind und auch andere Vermögen und andere Nutzenfunktionen haben, ist nicht gesagt, daß AB um den bezeichneten Betrag niedriger als C notiert. Der Kurs für AB wird aber grundsätzlich unter dem für C liegen (Kurseffekt der Transaktionsrisiken).

So verstandene Anlegerinteressen sind keineswegs gleichbedeutend mit dem Wunsch nach Garantie des Kapitaleinsatzes. Eine Verringerung der Transaktionsrisiken und Transaktionschancen berührt die für den Wert von Effekten regelmäßig entscheidenderen Faktoren gar nicht: das Kursänderungsrisiko für Effekten gleicher Art und Güte, das Risiko der Veränderung der den Effekten immanenten Qualität im Urteil potentieller Käufer und Verkäufer[1), 2)] sowie die Höhe der Transaktionskosten und das Risiko einer Veränderung derselben im Urteil bezeichneter Dritter[3)]. Selbst wenn über den Abbau von

---

1) Abgesehen von dem dieses Risiko mitbestimmenden Nachweisrisiko.

2) Ausführungen zur Bedeutung des Kreises von Interessenten finden sich bei P. Graf Czernin, a.a.O., S. 53, 57 passim.

3) In der Sprache von G. W. Engler, a.a.O., S. 47 passim, ausgedrückt, wird nur das Börsengeschäftsrisiko, aber weder das Kursrisiko ("Gefahr für den äußeren Wert"), noch das Unternehmerrisiko ("Gefahr für den inneren Wert"), noch das Eigentumsrisiko tangiert.

Transaktionsrisiken hinaus eine den Anlegern entgegenkommende Reduzierung des Preises von Effektenhandelsleistungen den Liquiditätsgrad von Effekten noch erhöhte[1)], hielten Anleger keineswegs risikolos Effekten, sondern wären nur anderen Marktteilnehmern sehr viel mehr gleichgestellt als zuvor.

Diese Begriffe Englers sind unscharf, da sich Engler um eine genaue Abgrenzung nicht bemühte; das Ausnutzen von Insiderinformationen wird z.B. auf S. 53 unter "Kursrisiko", auf S. 168 unter "Börsengeschäftsrisiko" und auf S. 96 wohl auch unter "Unternehmerrisiko" rubriziert. Es erschien schon deshalb nicht angezeigt, mit diesen Begriffen zu arbeiten.

1) Als Determinanten der Geldnähe, des Liquidationswertes oder der Liquidität von Vermögensobjekten und damit auch des Liquiditätsgrades von Vermögensobjekten (Liquidationswert/wie auch immer bestimmter Umwandlungsbetrag), jeweils bei gegebener Umwandlungsfrist, werden genannt:

1. Preisänderungsrisiko für Objekte gleicher Art und Güte
2. Risiko der Veränderung der dem betrachteten Objekt immanenten Qualität im Urteil potentieller Käufer und Verkäufer
3. Höhe der Transaktionskosten
4. Preisabsatzelastizität (Kulanz)

(Ähnlich ebenfalls im Anschluß an W. Stützel: H. Hoffmann, a.a.O., S. 222 ff.)

Man kann einerseits auf dem Standpunkt stehen, diese Determinanten genügten nur im Falle eines Vermögensverkehrs zwischen redlichen Geschäftspartnern, während unter unredlichen als weitere Determinante die Risiken verdeckter Vermögensverschiebung hinzuträten. Andererseits ist es möglich, zunächst zwischen Transaktionskosten im fairen Vermögensverkehr und solchen im unfairen Vermögensverkehr zu unterscheiden, so daß keine Erweiterung, sondern nur eine Differenzierung erforderlich ist. Risiken irregulärer Vermögensverschiebung wären unter "Transaktionskosten des unfairen Vermögensverkehrs" einzuordnen, Risiken der Vermögensumschichtung unter "Kosten fairen Vermögensverkehrs", wie z.B. das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen, das nichts mit dem Kursänderungsrisiko für Titel gleicher Art und Güte zu tun hat. Die Nachweisrisiken sind allerdings dann noch zu isolieren und dem Risiko von Qualitätsänderungen im Urteil Dritter einzugliedern, womit die in diesem Kapitel betrachteten Risiken in das

II. EMITTENTENINTERESSEN

Wegen regelmäßig bestehender Inkongruenzen der Fristen, über die hinweg Emittenten Kapital aufzunehmen wünschen, und jener Fristen, über die hinweg Anleger Kapital zur Verfügung stellen wollen, liegt es im Interesse der Emittenten, dafür zu sorgen, daß die von ihnen begebenen Titel möglichst fungibel sind, d.h. im einzelnen: Für spätere Transaktionen muß eine möglichst geringe Belastung durch Transaktionskosten, das Risiko der Erhöhung von Transaktionskosten und durch Transaktionsrisiken gewährleistet sein. Hätte diese Vorsorge nur Bedeutung für Anleger, würden sich Emittenten in dieser Richtung sicher nicht bemüher

---

bekannte Schema eingepaßt wären.

Wenigstens für Zwecke dieser Arbeit scheint es mir jedoch angebracht, die Determinanten der Liquidität von Vermögensobjekten wie folgt zu gruppieren:

1. Preis- bzw. Kursänderungsrisiko für Objekte gleicher Art und Güte
2. Risiko der Veränderung der dem betrachteten Objekt immanenten Qualität im Urteil potentieller Käufer und Verkäufer ausschließlich der Risiken unwahrer und unzulänglicher Qualitätsbeschreibung (Nachweisrisiken)
3. Höhe der Transaktionskosten und Risiko der Veränderung von Transaktionskosten
4. Transaktionsrisiken
   a) Risiko unkulanter Bedienung und Risiko der Kulanzverschlechterung
   b) sonstige Transaktionsrisiken
5. Bestandshaltekosten, z.B. Depotgebühren, Coupon-Einlösungskosten, gewisse Steuern, laufende Informationskosten und das Risiko einer Veränderung derselben.

Die Determinanten 3, 4 und 5 unterscheiden sich dadurch von den Determinanten 1 und 2, daß sie institutioneller Beeinflussung sehr viel zugänglicher sind.

Da jedoch Anleger Titel, deren immanente Qualität im Urteil potentieller Käufer gleich ist, zu um so höheren Kursen abzunehmen bereit sind, je geringer die Transaktionskosten und die Transaktionsrisiken sein werden, und da Emittenten gerade daran gelegen ist, einen möglichst hohen Kurs zu erzielen, haben Emittenten auch ein Interesse an Institutionen, die geeignet sind, durch Verringerung von Transaktionskosten und Transaktionsrisiken die Liquidität von ihnen emittierter Titel zu erhöhen[1]. Die bedeutendsten solcher Institutionen sind Börsen. Emittenten werden um so mehr daran interessiert sein, daß Börsen eine möglichst hohe Liquidität an ihnen gehandelter Titel anstreben und realisieren, je häufiger sie sich durch Emission Kapital beschaffen.

Ferner sehen es Emittenten des allgemeinen Werbeeffektes wegen gerne, daß ihre Emissionen an der Börse gehandelt werden und die Firma so ständig in der Börsenberichterstattung genannt wird. Daß die Börsenzulassung regelmäßig als Gütestempel aufgefaßt wird, kann dieses Inter-

---

1) Anleger werden in der Regel nicht nur bereit sein, bei Verringerung von Transaktionsrisiken einen höheren Kurs zuzugestehen, sondern auch mehr Titel aufnehmen. Risikopapiere werden dadurch weniger heiße Anlagen und damit für manche überhaupt erst interessant; andere werden dadurch geneigt, einen größeren Teil ihres Vermögens als zuvor in diesen Papieren festzulegen. Vgl. hierzu: EWG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes, Brüssel 1966 (Segré- Bericht), S. 237: Die Information des Publikums dürfe nicht nur unter dem Aspekt des Sparerschutzes betrachtet werden, sondern auch unter dem der Erhöhung des Kapitalangebots auf dem Wertpapiermarkt. Siehe auch G. L. Leffler, a.a.O., S. 128 f.

esse nur bestärken. Schließlich schafft die Börsennotierung eigener Titel verläßliche Informationen über die Konditionen, zu denen weitere Mittel aufgenommen werden können und erleichtert auch sonst Finanzierungsdispositionen.

Diese Leistungen von Börsen für Emittenten sind nun aber regelmäßig nicht erhältlich, ohne daß Emittenten einmalige oder periodische Zulassungsgebühren entrichten und gewissen Auflagen nachkommen. In den Auflagen werden vorwiegend Beiträge der Emittenten zur Verbesserung der Liquidität durch Publizität, Zahlstellenservice, Mindestumfang, Mindeststreuung, fälschungssichere Ausstattung der Papiere usw. verlangt.

Jedem Emittenten stellt sich somit die Frage nach der Grenzlinie, bis zu der die Liquiditätserhöhung durch Börsen und die mit der Zulassung verbundenen Werbenebeneffekte für ihn wertvoller sind als die dafür notwendigen Ausgaben einschließlich u.U. entstehender Mindereinnahmen infolge bestimmter Auflagen, die z.B. Bereicherungschancen infolge unzulänglicher Qualitätsbeschreibung der Effekten beseitigen. Das unterschiedliche Publizitätsverhalten von Börsengesellschaften und der unterschiedliche Grad der Schärfe von Auflagen von Börsen kann ein Indiz dafür sein, daß diese Grenze keineswegs einheitlich gezogen wird.

Es liegt die Vermutung nahe, daß Gesellschaften um so mehr zur Liquidität ihrer Titel beizutragen bereit sind, selbst durch Hinnahme weitgehender Publizitätsanforderungen, je häufiger sie Emissionen auflegen[1]. Pointiert aus-

---

1) Daß sich Aktiengesellschaften bisweilen noch immer mit dem Argument, das sei aus Konkurrenzgründen nicht tunlich, gegen strengere Publizitätsanforderungen sträuben, obwohl dieses Argument nicht haltbar

gedrückt: Nur wer nur einmal pro Anlegergeneration eine Emission auf den Markt bringt, kann es sich erlauben, deren Zeichner hereinzulegen.

Emittenten sind demnach an der Verringerung von Transaktionskosten durch Börsen und bis zu einem bestimmten, jedoch von Emittent zu Emittent unterschiedlichen[1] Grade auch am Abbau von Transaktionsrisiken und schließlich daran interessiert, daß ihnen beides zusammen mit Nebeneffekten dadurch zugute kommt, daß von ihnen aufgelegte Titel zum Börsenhandel zugelassen werden.

III. INTERESSEN DES STAATES

Soweit der Staat eigene Börseninteressen nicht als Emittent, als Anleger oder Börsenmitglied mit den Mitteln eines schlichten Wirtschaftssubjekts verfolgt, sondern als Hoheitsträger, kann er die Handlungsfreiheit der im Börsengeschäft Involvierten einzuschränken und deren Aktionen so zu kanalisieren suchen, daß den Interessen des

---

ist (hier sei nur auf A. Moxter, Der Einfluß von Publizitätsvorschriften auf das unternehmerische Verhalten, Köln u. Opladen 1962, hingewiesen), hilft der vorliegende Zusammenhang möglicherweise erklären.

1) Gehen die Meinungen unter Börsengesellschaften über den Umfang ihres Beitrages zur Erhöhung der Liquidität ihrer Titel sehr weit auseinander, ist nicht ausgeschlossen, daß beitragsfreudige Emittenten es gerne sähen, würden mit ihrem Beitrag sehr zurückhaltende Emittenten vom Börsenhandel ausgeschlossen, da mit solchen Ausschlüssen der Gütestempel "börsennotiert" aufgewertet und dessen Liquiditätseffekt erhöht würde. Einfacher ausgedrückt: Ein Verhalten mancher Börsengesellschaften, das Anleger sehr befremdet, schadet allen anderen Börsengesellschaften.

Staates stets Rechnung getragen ist. In der BRD ist ein solcher Eingriff hauptsächlich durch formelles Gesetz möglich. Soll aus Anlaß einer Ordnung des Börsenwesens nur die allgemeine Handlungsfreiheit eingeengt werden, ist dieses Formerfordernis neben den immer strikt zu berücksichtigenden rechtsstaatlichen, demokratischen, föderativen und sozialen Prinzipien zu beachten[1]. Wird darüberhinaus durch eine Ordnung des Börsenwesens in die Berufsausübung eingegriffen, ist dies nur zulässig, wenn zusätzlich vernünftige Erwägungen des Gemeinwohls es zweckmäßig erscheinen lassen und wenn die Beschränkungsmaßnahme geeignet ist, das schutzbedürftige, wichtige Gemeinschaftsgut zu schützen[2].

Nicht nur in die Freiheit der Berufsausübung, sondern auch in die allgemeine Handlungsfreiheit wird der Gesetzgeber heute im Bereich des Börsenwesens nur eingreifen, sofern Belange der ganzen Volkswirtschaft und/oder solche Interessen von mittelbaren oder unmittelbaren Teilnehmern am Börsenverkehr betroffen sind, die unter dem Aspekt des Gemeinwohls schutzwürdig und auf diese Weise schutzbedürftig scheinen[3], will er sich nicht den Vor-

---

1) W. Reuß, Wirtschaftsverwaltungsrecht, Bd. I, Köln ... 1963, S. 12 ff; vgl. in diesem Zusammenhang auch R. Wiethölter, Die Position des Wirtschaftsrechts im sozialen Rechtsstaat, in: Wirtschaftsordnung und Rechtsordnung, Festschrift zum 70. Geburtstag von Franz Böhm, Karlsruhe 1965, siehe bes. S. 49 - 54.

2) W. Reuß, a.a.O., S. 24 f.

3) Ob eine solche Schutzwürdigkeit und Schutzbedürftigkeit vorliegt, ist an den Verfassungsgrundsätzen zu messen. Die Verfassungsgrundsätze sind aber keineswegs nur als Schranken für staatliche Eingriffsmöglichkeiten zu verstehen, sondern in gleicher Weise auch als Gebote für den Staat, in der Wirtschaft verfassungskonforme Verhältnisse zu verwirklichen. Die große Bedeutung des egalitär-demokratischen Prinzips als Gebot, Wirtschaftsordnungsgesetze in Angriff

wurf der Willkür und des Verstoßes gegen Grundsätze des Rechtsstaates aussetzen. Hoheitlich verfolgte Interessen des Staates haben sich daher mit den genannten Belangen und Interessen zu decken. Auch wenn der Staat versucht, seine Interessen auf sonstigen Wegen, z.B. durch eine von allgemeinen Wohlverhaltensempfehlungen bis zur Androhung eines Gesetzes reichende moral suasion zu erreichen, können seine Interessen keine anderen sein, da sonst in der Regel keine Aussicht bestünde, sie mit den schwächeren, nicht hoheitlichen Mitteln zu realisieren.

Was der Staat jeweils als "Interessen der Volkswirtschaft", "Interessen einzelner Marktbeteiligter" oder "Interessen von Gruppen" ansieht, die seines Schutzes bedürfen und eine Einschränkung der Börsenfreiheit rechtfertigen, wird viel stärker als die Ziele anderer am Effektenhandel beteiligter Kreise von der jeweiligen historischen Situation, namentlich von den jeweils gängigen Konzeptionen bestimmt. Gegenwärtig ist erklärtes Ziel staatlicher Börsenpolitik vor allem, den Anleger zu schützen und sein

---

zu nehmen, betont H. F. Zacher, Aufgaben einer Theorie der Wirtschaftsverfassung, in: Wirtschaftsordnung und Rechtsordnung, Festschrift zum 70. Geburtstag von Franz Böhm, Karlsruhe 1965, siehe bes. S. 99-102. (Diese Arbeit enthält eine Fülle weiterer Literaturhinweise, so daß hier auf weitere Verweise verzichtet werden kann.) In diesem Zusammenhang weist Zacher im Anschluß an Böhm auf das Phänomen hin, daß sich ungleiche Startchancen in ungleiche Einkommen umsetzen (ebda. S. 100). Genau dieser Prozeß ist es auch, wie noch eingehender zu zeigen sein wird, der Vermögensverschiebungen und Vermögensumschichtungen zu Lasten von Anlegern im Börsenhandel bedingt. Die Startvorteile resultieren hier paradoxerweise zum Teil gerade daraus, daß Anleger selbst die Begünstigten (Insiders, Börsenhändler, Bankangestellte) mit bestimmten Aufgaben betrauen.

Vertrauen zu stärken, daß die Börsen gefahrlos benutzt werden können (Verkehrsschutz)[1]. Außerdem soll der Beitrag der Börsen zur reibungslosen und ausreichenden Versorgung der Wirtschaft insbesondere mit Eigenkapital erhöht werden[2]. Schließlich wird auch die Erhöhung der internationalen Bedeutung heimischer Börsen offiziell als Ziel der Evolution z.B. deutscher und französischer Börsen genannt[3].

Mit dem allgemeinen Bekenntnis zum Anlegerschutz ist über dessen Art und Umfang nichts gesagt. Die Linie, die faires und unfaires Marktverhalten voneinander trennt, wird von den zuständigen Stellen nicht nur sehr unterschiedlich, sondern auch undeutlich gezogen. Sie verläuft aber regelmäßig so, daß wenigstens ein Teil der oben dargestellten Transaktionsrisiken dem unfairen Marktverhalten zugeschlagen und inkriminiert ist, was im zweiten Teil der Arbeit eingehend dargestellt werden wird.

---

1) Der Bundesminister für Wirtschaft, Pläne zur Verbesserung des Börsenwesens, Juni 1966, Hektographie, S. 1; o. V., Pläne zur Verbesserung des Börsenwesens, in: Deutsche Sparkassenzeitung, Nr. 56 v. 22. Juli 1966: Der Bundesminister für Wirtschaft, Leitgedanken zum Referentenentwurf, Bonn, den 8. März 1968 (AZ: VIA. 4 - 660300), S. 1 f.; o. V., Ein neues Statut für die Pariser Börse, in: Die Börsenzeitung, 16. Jg., Nr. 174 vom 9. September 1967; G. Lufalla, Le marché financier, Evolution du Marché boursier de 1952 à 1960, Rapport du Conseil économique et social, Paris 1960; J. B., Italien vor einer Börsenreform, in: Bankbetrieb, 8. Jg. (1968), S. 112; Report of the Company Law Committee, London 1962, bes. S. 83 - 110. Ganz besonders hervorzuheben ist schließlich die Mack-Resolution, die zur Ermächtigung der SEC zur Special Study führte (Cohen-Report, a.a.O., Part 1, S. 1). Vgl. Sec. 19 (d) SEA.

2) Der Bundesminister für Wirtschaft, Pläne ..., a.a.O., S. 1; ders., Leitgedanken ..., a.a.O., S. 1.

3) Der Bundesminister für Wirtschaft, Pläne .... a.a.O., S. 1; o. V., Ein neues Statut für die Pariser Börse, a.a.O.

Auch was man unter ausreichender und reibungsloser Versorgung der Wirtschaft mit Kapital zu verstehen hat, ist sehr interpretationsbedürftig. Wer den Marktpreis des Kapitals zu zahlen bereit ist, dem wird immer ausreichend Kapital zur Verfügung stehen. Das Interesse an ausreichender Versorgung mit Kapital scheint daher möglicherweise als Interesse an einem niedrigeren Kapitalzins zu verstehen sein. Noch unklarer ist, was mit "reibungsloser" Kapitalversorgung bezeichnet wird: Kapitalversorgung ohne Reibungsverluste durch Fehlallokation, ohne Reibungen mit sich hereingelegt fühlenden Anlegern, ohne zeitraubende Reibereien bei der Erfüllung von Formerfordernissen, die mit Kapitalaufnahme verbunden sind, ohne Kapitalverluste für Emittenten oder Anleger durch Besteuerung, Kapitalversorgung durch institutionelle Anleger ohne deren Dispositionsfreiheit einengende Anlagevorschriften? Alle diese Punkte wurden in der Diskussion um eine Börsenreform aufgegriffen[1].

---

1) Hingewiesen sei nur auf: Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Vorläufige Stellungnahme der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen zu den Vorschlägen des Bundesministers für Wirtschaft für einen Gesetzentwurf über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens, München 1967; H. Feith, Börsenreform und Kapitalmarkt, in: Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Heft 3, Frankfurt 1968, S. 7 - 19; H. H. Weber, Streitpunkt Börse, in: Bankbetrieb, 8. Jg. (1968), S. 90 - 93; H. Schmitz, Börsenreform aus einem Guß, in: Handelsblatt, Nr. 129 vom 11. Juli 1966; O. Lersch, Börsenreform kommt voran, in: Industriekurier, Nr. 97 vom 25. Juni 1968; "ad-hoc-Ausschuß für die Börsenreform" des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes, Stellungnahme zu den Plänen des BWM zur Verbesserung des deutschen Börsenwesens, o.O. 1967; Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg, Zeitgemäßes Börsenwesen - Reformvorschläge kritisch betrachtet, in: Jahresbericht 1966; dieselbe, Börsenreform - zu wessen Nutzen?, in: Jahresbericht 1967; o. V., Reformpläne und Wirklichkeit, in: Berliner Börse, Abt. Wertpapierbörse (Hrsg.), Die Berliner Börse 1967, S. V-XXII. Eine knappe Zusammenfassung der wichtigsten Stellungnahmen schrieb H. E. Büschgen, Die Börsenreformpläne des Bundeswirtschaftsministeriums und Stellungnahmen dazu aus der Wirtschaft, in: Blätter für Genossenschaftswesen, 114. Jg. (1968), S. 286 - 291.

Zieht man zur Interpretation den Entwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens in der Fassung vom 14. Dezember 1967 (Referentenentwurf) mit heran, wird die Stoßrichtung der Börsenpolitik des Bundeswirtschaftsministeriums klarer. Jede Vorschrift dieses Entwurfs ist deutlich am Anlegerschutz[1] orientiert. Geht man von einem bestimmten Geschäftsgang einer Gesellschaft und von einer gegebenen Ausstattung der Börsentitel dieser Gesellschaft aus, so ist - wie oben gezeigt wurde - der Anlagenutzen des Anlegers aus diesen Titeln um so geringer, je weniger Transaktionsrisiken durch Anlegerschutzbestimmungen beseitigt oder entschärft sind. Verlangen Anleger nun aber einen bestimmten Anlagenutzen, sind die Kapitalkosten für Unternehmen um so höher, je weniger effektive Anlegerschutzvorkehrungen auf den Märkten getroffen wurden, auf denen die Titel des betrachteten Unternehmens oder diesem vergleichbarer Emittenten gehandelt werden.

Die Äußerungen des BWM zu Zielen der Börsenreform kann man daher wie folgt sinnvoll interpretieren: Das BWM will durch Anlegerschutz sicherstellen, daß die Wirtschaft sich ausreichend - d.h. zu möglichst niedrigen Kapitalkosten - und reibungslos - d.h. ohne Reibungsverluste von Anlegern und Emittenten durch Transaktionsrisiken - Kapital beschaffen kann. In diese Interpretation fügt sich auch der Wunsch nach Erhöhung der internationalen Bedeutung heimischer Börsen ein. Nicht

---

1) In diesem Zusammenhang sei auch auf die Ausführungen eines Beamten der Abteilung VI des BWM hingewiesen: K. Flachmann, Sparerschutz als ordnungspolitische Aufgabe, in: Sparkasse, 85. Jg. (1968), S. 288.

das vermessene Trachten nach einer Zentralbörse mit Weltgeltung treibt, wie manche Kritiker meinen[1], die Börsenpolitiker im Wirtschaftsministerium, sondern die Furcht vor einer aus der Vernachlässigung des Anlegerschutzes resultierenden, im Vergleich zum internationalen Standard höheren Kapitalkostenbelastung der deutschen Wirtschaft[2], [3].

---

1) H. Degner, Brauchen wir eine Zentralbörse?, a.a.O., S. 772; o. V., Zentralbörse mit "Weltgeltung" utopisch, in: Sparkassenzeitung, Nr. 64 vom 18. Aug. 1967, F. Priess, Rede anläßlich der Inbetriebnahme der elektronischen Kursübertragungsanlage am 28. Mai 1968, Hamburg 1968, S. 1 f. (Hektographie), sprach von "einem supranationalen Ehrgeiz" und nannte ebenfalls eine deutsche Zentralbörse mit Weltgeltung utopisch.

2) Mitunter wird infrage gestellt, daß Anlegerschutz ein lohnender Ansatzpunkt für das vom Bundesminister für Wirtschaft verfolgte Ziel sei (so z.B. von H. H. Weber, a.a.O. H.E. Büschgen, Die Börsenreformpläne..., a.a.O., S. 286; H. Feith, Kapitalmarkt ..., a.a.O., S. 613. Geht man davon aus, daß Anleger, könnten sie sicher sein, keinem overstatement einer Verwaltung oder eines Beratungsservice aufzusitzen und daß ihre Aufträge ganz reell ausgeführt werden, nur 5 vom Hundert des heutigen Einstandskurses mehr für eine junge Aktie zu zahlen bereit wären, so indizierte das eine Senkung der Kapitalkosten um 5 auf Hundert. Wenn anzunehmen, daß Steuerrechtsänderungen nicht zu einer Minderung der Steuerbelastung führen, nicht weniger realistisch ist, haben die statt der Anlegerschutzmaßnahmen vorgeschlagenen Steuerrechtsänderungen sicher keinen vergleichbaren Effekt auf die Kapitalkosten aufzuweisen.

3) Eine solche Furcht wird verständlicher, wenn man sie vor dem Hintergrund französischer und amerikanischer Bemühungen sieht. Der Congress hielt es 1961 und 1962 für geboten, eine Untersuchung über Möglichkeiten der Verbesserung des Anlegerschutzes mit $ 950.000 zu dotieren (Cohen-Report, a.a.O., Part 1, S. 1).

Anlegerschutz und nur dieser ist das Mittel, mit dem das BWM seine erklärten Ziele im Zuge einer Börsenreform verfolgen will. Daß diese Ziele auch mit anderen Mitteln erreicht werden können, haben die Kritiker des BWM zum Anlaß genommen, das Thema der Diskussion zu

D. AKTUELLE BÖRSENAUFGABEN ALS ERGEBNIS EINES PROZESSES WECHSELSEITIGER BEEINFLUSSUNG

Die Börseninteressen der Kreise, die maßgeblich für input und output[1] der Organisation Börse und damit auch entscheidend für deren Existenz sind, wurden so eingehend erörtert, daß daraus Rückschlüsse darauf gezogen werden können, welche Aufgaben Börsen tatsächlich erfüllen[2]. Es erhebt sich die Frage, inwieweit der Katalog der Aufgaben, die Börsen üblicherweise als gestellt angesehen werden, diese wirklichen Aufgaben enthält.

---

verschieben und immer wieder alte und neue Mittel zur Verbesserung der Funktion des Kapitalmarktes, der reibungslosen und ausreichenden Versorgung der Wirtschaft mit Kapital, anzupreisen. Eine Diskussion um den zentralen Punkt der Pläne des BWM, den Anlegerschutz, fand daher bisher kaum statt.

1) J. D. Thompson, Organizations in Action, New York 1967, S. 27 passim, verwendet diese Ausdrücke zur Kennzeichnung sämtlicher Zu- und Abströme (einschließlich z.B. von Umwelteinflüssen) zu und von Organisationen. Bei H. E. Schein, Organizational Psychology, Englewood Cliffs 1965, S. 90 passim, finden sich hierfür die Ausdrücke "import" und "export".

2) Einen Überblick über alle Faktoren, die Aufgaben beeinflussen können, gibt S. B. Sells, Toward a Taxonomy of Organizations, in: W. W. Cooper, H. J. Leavitt u. M. W. Shelly II, New Perspectives in Organization Research, New York, London u. Sydney 1964, S. 515 - 532. Wegen der Vielzahl dieser Faktoren wird letztlich immer nur eine beschränkte Anzahl jeweils relevanter Faktoren berücksichtigt werden. Vgl. hierzu auch W. R. Dill, Environment as an Influence on Managerial Autonomy, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 2 (1957/58), S. 410. Daß hier nur die Börsenmitglieder, die Börsenkundschaft und der Staat Beachtung fanden, nicht dagegen z.B. die Börsenangestellten und -Lieferanten, wurde vom Zweck der Arbeit her bestimmt. Da keine Totalbetrachtung beabsichtigt ist, sondern nur Untersuchungen über Zusammenhänge zwischen Börsenhandelsorganisation einerseits und Interessen vor allem von Mitgliedern und von Anlegern andererseits angestellt werden, halte ich die vorgenommene Eingrenzung für vertretbar.

Zwischen Aufgaben bestehen verschiedenartige Beziehungen[1], deren Kenntnis es erleichtert zu beurteilen, welche Aufgaben realisiert werden und welche nicht. Diese Beziehungen sind durch die Mittel bestimmt, mit denen die Aufgaben erfüllt werden können. Solche Beziehungen werden im folgenden herausgearbeitet, und zwar sowohl diejenigen zwischen den einzelnen Aufgaben des Katalogs, als auch die zwischen diesen einzelnen Aufgaben und Aufgaben, die sich aus den Interessen von Börsenmitgliedern, Anlegern und Emittenten ergeben. Dabei wird besonders auf Antinomien zwischen diesen Aufgaben geachtet, soweit diese nicht bereits in den Abschnitten B und C deutlich wurden.

Zwischen der Aufgabe, überhaupt Effektenumsätze oder Bezugsrechtsumsätze zu ermöglichen und den Aufgaben, überhaupt Kurse anzugeben und Kapitalkosten zu indizieren, besteht Komplementarität bzw. Identität (Aufgabengruppe "überhaupt Umsätze ermöglichen und Kurse ermitteln"). Fast gleichermaßen evident ist die Identität bzw. die Komplementarität der Aufgaben, Kurse als mustergültige Indikatoren für die Qualität der zu den so bewerteten Titeln gehörigen Gesellschaften hervorzubringen, Managements von Börsen zu beurteilen und zu disziplinieren, Selbstfinanzierung erleichtern zu helfen und Kurse herbeizuführen, die eine bestmögliche Allokation des Kapitals sichern. Diese Aufgaben schließen als Unteraufgaben die Versorgung der Anleger mit Informationen über die Gesellschaft und die Verringerung der Nachweisrisiken und auch von einigen Realisationsrisiken[2] mit ein (Gruppe: "Kurse besonderer

---

1) Die zwischen Aufgaben möglichen Beziehungen sind dargestellt bei H. Giersch, Allgemeine Wirtschaftspolitik, 1. Bd., Grundlagen, Wiesbaden 1961, S. 51 - 53.

2) Gemeint sind Realisationsrisiken, deren Eintritt Kurseffekte hat.

Qualität ermitteln").[1)]

Ferner stehen die Verringerung der Kosten pro Effektenumsatz für den Anleger und die Verringerung der Kosten von Effektenhändlern pro Effektenumsatz in einem Zusammenhang. Da eine Verringerung der Händlertransaktionskosten nicht unmittelbar den Anlegern zugute kommt, aber doch die Obergrenze der den Anlegern abverlangbaren Provisionen verschiebt, ab der es für Außenseiter lukrativ wird, aus dem Konditionenkartell der Effektenhändler auszubrechen, besteht zwischen diesen beiden Aufgaben selbst bei kartellarischer Fixierung der Anlegerprovision keine vollständige Neutralität. Außenseiter brauchen nicht einmal die Provisionssätze zu senken, es genügt, wenn sie auf eine Erweiterung der Spanne hin den Nebenleistungswettbewerb aufnehmen oder verstärken. Neben derartigen indirekten Wirkungen von Mitteln, die Einfluß auf die Händlertransaktionskosten haben, auch auf die Anlegertransaktionskosten, sind auch indirekte Effekte von Mitteln auf die Händlertransaktionskosten denkbar, die eigentlich nur auf die Anlegerprovisionen wirken sollen. Unter streng gewinnorientierten Kaufleuten kann zwar nicht erwartet werden, daß, werden die Provisionen verringert, eine Senkung der Händlertransaktionskosten die Folge ist, weil solche Kaufleute auch ohne dieses mögliche Stimulans alle sich bietenden Gelegenheiten wahrnehmen, ihre Kosten zu mindern. Da es aber nicht weniger realistisch sein dürfte, auch die Existenz anderer Kaufleute in Rechnung zu stellen, sind derartige Rückwirkungen nicht auszuschließen. Danach kann davon ausgegangen werden, daß Komplementarität zwischen beiden Aufgaben besteht, wenn auch gestört durch Wirkungsverzögerungen.

---

1) Wenn die Aufgabe, Konjunkturbarometer zu sein, überhaupt irgendwo einzuordnen ist, dann hat man sie ebenfalls hier zu lokieren.

Jedenfalls läßt sich die eine Aufgabe immer erfüllen, ohne daß dies die Erfüllung der anderen Aufgabe erschwert.

Die Mittel, die geeignet sind, ein zum Börsenhandel zugelassenes Effekt als Titel besonders hoher Qualität erscheinen zu lassen und dessen Liquidität zu erhöhen (Gütestempelfunktion der Börsenzulassung von Wertpapieren), erweisen sich zugleich als Mittel zur Verringerung von Transaktionsrisiken, sofern nicht dem betrachteten Titel immanente Qualitäten angesprochen werden oder mit Mitteln wie Werbung und Public Relations gearbeitet wird. Insoweit sind beide Aufgaben komplementär (Aufgabengruppe "Gütestempeleffekt der Börsenzulassung von Wertpapieren erhöhen").

Werden diese vier Aufgabengruppen einzeln oder insgesamt teilweise oder vollständig erfüllt, wird dadurch zugleich die Unterbringung von Emissionen erleichtert (und im oben herausgearbeiteten Sinne die Stellung der nationalen Wirtschaft gestärkt).

Die bisher gebildeten Aufgabengruppen enthalten in sich miteinander verträgliche Aufgaben und sind - abgesehen von der Gruppe "Transaktionskosten senken" - praeter propter auch als Gruppen miteinander vereinbar. Mit diesen Gruppen nicht kompatibel ist jedoch der Aufgabenkomplex "Erhöhung des Orderaufkommens". Dies wäre höchstens in einer Welt der Fall, in der das Spekulationsmotiv für das Halten und damit für den An- und Verkauf von Effekten keine Rolle spielt. Anders ist es in der Welt, in der wir leben. Informationen insbesondere über den Geschäftsgang einer Gesellschaft koordinieren die Erwartungen von Anlegern über die künftigen Gewinne z.B. pro Aktie und damit die Ansichten über den Wert eines Titels. Je unterschied-

licher und unsicherer diese Informationen sind, desto heterogener sind auch die Erwartungen und desto höher ist demzufolge das Aufkommen ausführbarer Orders[1]. Ein Mittel zur Erhöhung des Orderaufkommens ist demnach die Nichtinformation und u. U. auch die Schlechtinformation der Anleger, die Erhöhung von Nachweisrisiken. Wenigstens insoweit besteht auch Konkurrenz zwischen den Aufgaben, einerseits das Orderaufkommen zu vergrößern, und andererseits den Gütestempeleffekt der Zulassung von Wertpapieren zu erhöhen oder Kurse von besonderer Qualität zu ermitteln[2].

Konkurrenzbeziehungen bestehen aber auch zwischen anderen Aufgaben. Mittel zur Verringerung der Realisationsrisiken tragen zwar zum einen zur Erhöhung des oben angeführten Gütestempeleffektes und regelmäßig[3] auch zur

---

1) Dieser Satz gilt nur für einen bestimmten Bereich, der einerseits durch voll koordinierte Erwartungen, andererseits durch ein solches Ausmaß der Heterogenität der Erwartungen begrenzt wird, bis zu dem es die Dispositionsfreudigkeit der Anleger weniger lähmt als stimuliert, wenn die Unsicherheit erhöht wird.

2) Je weniger sich die erwarteten Anlagenutzen von Effektenanlagen von denen von Nichteffektenanlagen unterscheiden, um so deutlicher wirken Transaktionsrisiken und Transaktionskosten als Barriere und mindern das Orderaufkommen. Ein Abbau dieser Risiken und Kosten ist daher durchaus geeignet, neben Mißtrauen von Anlegern auch diesen Barriereeffekt zu beseitigen und das Orderaufkommen zu erhöhen. Hinsichtlich dieses Mittels besteht demnach nicht Konkurrenz, sondern Komplementarität. Geringe Unterschiede in den Anlagenutzen beider Anlagearten werden in der Regel mit Normalaufkommen einhergehen. Allein die Höhe dieser Normalaufkommen hängt deswegen sehr stark von dem Ausmaß dieses Barriereeffektes ab. Diesen Barriereeffekt zu beseitigen heißt deshalb auch die Relation Spitzenaufkommen zu Normalaufkommen zu verringern und so Leerkosten in Nutzkosten umzuwandeln.

3) Keine Kurseffekte mehr durch Mitlaufen oder durch Gegendisposition einerseits, aber andererseits gerade Kursänderungseffekte zum Anlegerschutz z.B. durch Sta-

Ermittlung von Kursen besonderer Qualität bei, zum anderen bringen sie Differenzierungen für den Börsenhandel mit sich, die die Händlertransaktionskosten erhöhen. Da Anleger ihre Aufträge bei weitem nicht so wie Börsenhändler der Situation bei Geschäftsabschluß an der Börse anpassen können, gilt es, Regeln aufzustellen, die dieses Handicap von Anlegern ausgleichen. Durch diese Regeln wird die Ausführung komplizierter. Demgegenüber sind die Händlertransaktionskosten um so geringer, je einfacher die Bestimmungen sind, nach denen gehandelt wird. Auch hier ist es nicht möglich, die eine Aufgabe zugleich mit oder neben der anderen zu bewältigen, sondern es kann nur die eine insoweit erfüllt werden, als in gewissem Umfang darauf verzichtet wird, der anderen nachzukommen.

In beiden hier aufgezeigten Konkurrenzbeziehungen zwischen Börsenaufgaben prallen Mitgliederinteressen auf Interessen von Anlegern, aber auch von Emittenten. Ein Börsenmanagement kann sich vor allem in diesen Fällen nicht für die eine oder die andere Seite entscheiden, sondern muß vielmehr einen allen Teilnehmern am Handel akzeptablen Kompromiß suchen, da es sonst den Handel stillegt[1].

So kann man bezweifeln, daß die Komplementaritätsbeziehungen zu Interessen der Anleger nach Verringerung von Transaktionsrisiken ausreichen, um nur mehr als erste Schritte der Erfüllung der Aufgabe näherzukom-

---

bilisierungsaktionen, die grundsätzlich nicht zu Kursen führen werden, die der Allokation besonders dienlich sind (vgl. die Ausführungen über Kursstabilisierung im zweiten Teil).

1) Vgl. in diesem Zusammenhang G. Simmel, Soziologie, 2. Aufl., München und Leipzig 1922, S. 250 f.

men, an der Börse für die Allokation des Kapitals optimale Kurse festzustellen. Ein allokationsoptimaler Kurs kann grundsätzlich nur an Märkten mit vollkommener Konkurrenz oder diese simulierenden Märkten zustande kommen. Nachfrager und Anbieter müssen auf solchen Märkten unter genau gleichen Bedingungen handeln. Börsen dagegen gründen auf Spezialisierung, wodurch Präferenzen gerade geschaffen werden[1]. Kursmakler und specialists kennen so z.B. Bereiche, innerhalb derer sie Börsenkurse nach eigenem Ermessen[2] bestimmen können und sind daher, wenn sie zugleich für eigene Rechnung handeln, eher Monopolisten oder Oligopolisten als

---

1) Ein Indiz für die Bedeutung solcher Präferenzen kann durchaus darin gesehen werden, daß die specialists der NYSE, obwohl (?) sie zur Kursstabilisierung verpflichtet sind, durchweg, an ihren Provisionserträgen gemessen, hohe Spannenerträge erhandeln (W. J. Baumol, a.a.O., S. 16). Ein anderes derartiges Indiz ist von F. Schmidt, a.a.O., S. 83, 108, darin gesehen worden, daß man Buchwald vor dem Ehrengericht der Berliner Börse verklagte, weil er die offiziellen Kurspublikationen durch Umsatz- und Kursberichte ergänzte.

2) H. Sommerfeld, Graphische Ermittelung des Einheitskurses, in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, 19. Jg. (1926), S. 277 - 279; W. J. Baumol, a.a.O., S. 17 - 24.- Baumols Behauptung, die klassischen Preismechanismen der Theorie seien weltfremd und an heutigen Börsen nicht existent, ist allerdings nicht stichhaltig. Der Walras-Edgeworth'sche Mechanismus ist weder gekünstelt noch bei einer großen Zahl von Marktteilnehmern äußerst schwer zu handhaben (S. 11). Tatonnement wird mit vielen dutzenden von Teilnehmern auch heute noch an der Pariser Börse praktiziert. Eine knappe Beschreibung dieses Kursfeststellungsverfahrens (Feststellung des "premier cours à la crier") bringt P. Haour, La Bourse, Paris 1962, S. 143 f. Der "coteur" ruft einen "cours indicatif" auf und tastet sich über Kurse mit immer geringeren Marktungleichgewichten an den Gleichgewichtskurs heran. Baumol irrt auch, wenn er meint, anders als auf wirklichen Märkten gäbe es nur im theoretischen Modell eine Sammlung der Aufträge und deren gleichzeitige Ausführung zu einem bestimmten Zeitpunkt (S. 12), denn genau dieses Prinzip liegt allen Einheitskursverfahren zugrunde, wie sie z.B. an allen deutschen Börsen, an der Wiener und an der Pariser Börse üblich sind.

Polypolisten vergleichbar. Börsenhändler können schneller reagieren als Anleger. Börsenhändler kennen auch gerade wegen ihrer Tätigkeit mehr Marktdaten als andere und werden z.B. gerade nicht den Kurs als Datum ansehen (s. oben[1])[2]. Das Interesse am Abbau von Transaktionsrisiken reicht nun freilich nicht soweit, vollkommene Märkte zu installieren. Es impliziert zwar in gewisser Hinsicht, daß ein System von Märkten mit vollkommener Konkurrenz simuliert wird. Anlegerschutzbestimmungen sollen ja gerade die Unterschiede in den Marktpositionen von Händlern und Anlegern nivellieren, z.B. soll niemand Informationen über Börsengesellschaften verwerten, bevor sie nicht allen zugänglich sind, und es soll niemand die Auftragsbestände des Kursmaklers oder des specialist erfahren und in Kenntnis dieser eigene Geschäfte disponieren können. Trotzdem ist es fraglich, ob die Egalisierung der Marktpositionen auf dem Niveau der Letztinformierten und Reaktionslangsamsten ein Schritt allein hin auf das Ziel ist, im Börsenhandel der Allokation besonders dienliche Kurse zu ermitteln, oder wegen Verringerung der Anpassungsgeschwindigkeit auch zugleich ein Schritt zurück[3]. Wel-

---

1) Vgl. Abschnitt C I 1.

2) Abweichungen des Börsenpreises vom allokationsoptimalen Kurs sind freilich keineswegs nur durch börsenorganisatorische Verhältnisse bedingt. W. J. Baumol; a.a.O., geht auf eine Fülle vor allem anderer Verhältnisse ein, die möglicherweise zu solchen Abweichungen führen. Außerdem seien erwähnt: die Zerlegung von Unternehmen in heterogene Parten: Existenz und Umfang von Altbeständen solcher Parten und von diesen repräsentierter Vermögensbestände, mit denen die entsprechenden Neubestände zusammengefaßt werden; quantitative und qualitative Unterschiede der Interessentenkreise verschiedener Titel z.B. von Standardaktien und Nebenwerten.

3) Auch das folgende Beispiel für die Auswirkungen von Anlegerschutzbestimmungen mag dies illustrieren: Die Bewertung eines Papiers durch möglichst viele, es mit

nen Interessen daher auch immer an Börsen Präponderanz zukommt, Börsen werden recht unvollkommene Märkte[1] sein und nur in Grenzen zur Ermittlung eines der Allokation des Kapitals besonders dienlichen Kurses beisteuern können.

Auch zur Erfüllung anderer in der Gruppe "Kurse besonderer Qualität ermitteln" zusammengefaßter Aufgaben können Börsen nur Hilfestellung leisten. Den Aufgaben, Kurse als mustergültige Indikatoren für die Qualität der zu den so bewerteten Titeln gehörigen Gesellschaften hervorzubringen und gegebenenfalls Selbstfinanzierung erleichtern zu helfen, sind Börsen nur in gleichem Maße wie der gerade behandelten Allokationsaufgabe gewachsen, da es hier genau wie dort darum geht, möglichst genau den auf alle anderen Kurse und anderen Preise bezogenen Kurs des betrachteten Titels zu fixieren. Und wenn ohnehin bei Kursänderungen unklar ist, ob sie Änderungen in den Gewinnerwartungen und Änderungen subjektiver Diskontierungssätze oder Marktunvollkommenheiten zuzurechnen sind, so ist es erst recht schwierig, diejenigen Kursänderungen zu isolieren, die allein auf solche Änderungen von Gewinnerwartungen zurückzuführen sind, die Entscheidungen des

---

allen möglichen anderen Anlagen vergleichende Anleger wird bei starken Kursbewegungen gerade suspendiert, wenn Börsenmitglieder zum Schutz von Anlegern, die vor Bekanntwerden der Kursänderungen hervorrufenden Ereignisse ihre Aufträge erteilt haben, den Kurs des betreffenden Papiers durch Intervention auf dem bisherigen Niveau zu erhalten suchen.

1) Anderer Meinung: K. Forberg, Wertpapier und Börse, in: Das Wertpapier, 1964, Beilage zu Nr. 11, S. 1 f; W. Röpke, a.a.O., S. 19, spricht vom vollkommensten Markt. Vgl. in diesem Zusammenhang auch die kritischen Ausführungen bei O. Hintner, Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S. 12.

Management der betrachteten Gesellschaft hervorgerufen haben. Von Richtung und Ausmaß von Kursänderungen eine Disziplinierung des Managements zu erwarten, kann daher nur unter besonderen Voraussetzungen sinnvoll sein. Bei der Feststellung von Börsenkursen wird zwar eine Vielzahl sehr ernstzunehmender, da unter Einsatz meist eigenen Vermögens abgegebener Stimmen berücksichtigt, doch weshalb so gestimmt wurde, spielt bei der Auswertung der Stimmen keine Rolle.

Die in anderen Aufgabengruppen - "überhaupt Umsätze ermöglichen und Kurse ermitteln", "Transaktionskosten senken", "Gütestempeleffekt der Börsenzulassung von Wertpapieren erhöhen" und "Orderaufkommen erhöhen" - enthaltenen Elemente sind dagegen eng mit den Interessen von Börsenmitgliedern oder anderer Marktteilnehmer verknüpft und kennzeichnen die Endpunkte dieser Interessen. Soweit diese Interessen nicht kompatibel sind, werden Anwälte dieser Interessen selbst nach Kompromissen früher oder später in dieser oder jener Form auf diese Elemente zurückkommen und ihre Forderungen von neuem anmelden, es sei denn, sie hätten sich in der letzten Runde der Auseinandersetzung durchsetzen können. Von einer Seite erreichte, mit denen anderer konkurrierende Ziele sind daher auch nur für begrenzte Dauer realisiert oder wenigstens ständig von einer Revision bedroht. Von der Börse wird immer verlangt werden, sowohl den Interessen ihrer Mitglieder als auch den diesen widerstreitenden Interessen von Anlegern, von Emittenten und gegebenenfalls auch von irgendwelchen Dritten gerecht zu werden, Interessen, die im Zeitablauf mit wechselnder Intensität, mit variierenden konkreten Stoßrichtungen und von unterschiedlich starken Positionen aus vorgetragen werden.

Inwieweit diese potentiellen Aufgaben aktualisiert und realisiert werden, hängt von dem Ergebnis eines permanenten Prozesses wechselseitiger Beeinflussung ab. Soll eine Börse als Organisation von Effektenhändlern zur Kostensenkung im Effektengeschäft[1] Bestand haben, müßten diese Effektenhändler einen Akkord mit ihrer Umwelt finden - heute insbesondere mit den Anlegern und mit den ihre Interessen vertretenden Institutionen. Diesen Akkord immer wieder herbeizuführen ist Sache des Börsenmanagements[2]. Durch ihn wird der aktuelle Aufgabensatz einer Börse bestimmt[3].

---

1) Zu Organisationen dieser Art - wie sie Gegenstand dieser Arbeit sind - haben sich Börsen erst im Laufe von Jahrhunderten im Zuge der Anpassung an immer neue Umweltbedingungen entwickelt. Es haben sich sogar einige der frühen Börsen den vom mittelalterlichen Handelsverkehr bis zum Effekten- und Volkskapitalismus stets wechselnden Anforderungen anzupassen und immer wieder neue Aufgaben zu übernehmen verstanden. In diesem Zusammenhang sei auf R. Ehrenburg, Das Zeitalter der Fugger, 2. Bd., Die Weltbörsen und Finanzkrisen des 16. Jahrhundert, Jena 1912, hingewiesen.

2) Vgl. hierzu die allgemeinen Ausführungen bei: G. Simmel, a.a.O., S. 375 - 382; W. R. Dill, a.a.O., S. 411; J. D. Thompson u. W. J. McEwen, Organizational Goals and Environment: Goal-Setting as an Interaction Process, in: American Sociological Review, Vol. 23 (1958), S. 23 - 31; J. D. Thompson, Decision-Making, The Firm and the Market, in: W.W. Cooper, H. J. Leavitt, M. W. Shelly II (Hrsg.), a.a.O., S. 337 f.; E. H. Schein, a.a.O., S. 88 - 97; J. D. Thompson, Organizations..., a.a.O., S. 12, 25 - 38, 127 - 129.

3) Gewohnter wäre es zu sagen, die Effektenhändler betrieben Gewinnmaximierung unter umweltbestimmten Nebenbedingungen. Damit käme aber nicht zum Ausdruck, daß es sich um ständigem Wandel ausgesetzte Bedingungen handelt, die eine bestimmte Betriebspolitik z.B. permanente Bemühungen um Vervollkommnung des Anlegerschutzes verlangen. Außerdem bliebe unklar, wie es zu diesen Nebenbedingungen kommt. Schließlich wird durch diese Formulierung nicht nur eine Stabilität der Nebenbedingungen, sondern auch des Gewinnmaximierungszieles nahegelegt, während auch diese gewissen Modifikationen durch Umwelteinflüsse ausgesetzt ist.

Als Mittel, diesen Akkord herbeizuführen, nennen Thompson und McEwen Wettbewerb, Koalition, Aushandeln (bargaining) und Kooptation[1]. Wettbewerb zwischen Börsen

1) A.a.O., S. 25 - 28; J. D. Thompson, Decision-Making, a.a.O., S. 337 f. Die von diesen Autoren gebotenen Abgrenzungen lassen zwar Wünsche offen, aber ich glaube, sie im folgenden richtig zu interpretieren. Instrumentelle Organisationen, die ihre Umwelt beherrschen, können ohne Rücksicht auf die Umwelt zu nehmen (Nichtanpassung an Umweltanforderungen), sich ganz der gestellten Transformationsaufgabe und der Erhöhung der Effizienz des Transformationsprozesses widmen. Solche Organisationen sind höchst selten. Grundsätzlich müssen sich Organisationen daher zur Abwehr von Gefahren für ihre Existenz und Stabilität um einen Akkord mit ihrer Umwelt bemühen. Werden Forderungen von Wirtschaftssubjekten erhoben, mit denen die Organisation über Märkte Kontakt hat, erfolgt Selbstanpassung durch Wettbewerb, wenn diesen Forderungen nicht durch Kooperation mit in gleicher Weise betroffenen Organisationen oder mit den die Forderungen Erhebenden begegnet wird. Werden die Forderungen in der übrigen Gesellschaft laut, so sind die genannten Formen der Kooperation - Bargaining, Kooptation und Koalition - zur Selbstanpassung besonders geeignet. Kampf, der in dieser Konstellation dem Wettbewerb entspricht, führt viel weniger als Wettbewerb zur Selbstanpassung, da im Gegensatz zum Wettbewerb beim Kampf mit einer Anpassung oder Nichtanpassung keine schnell wirksamen Anreize und Sanktionen verbunden sind. Wo Selbstanpassung nicht zu einem Akkord führt, besteht die Gefahr der Zwangsanpassung z.B. von hoher Hand.

Die angeführten Kooperationsformen sind auf die Auseinandersetzung mit Gegnern zugeschnitten. Sie bieten sich an, will die Organisation Forderungen weder rundweg ablehnen noch diese ganz erfüllen. Sieht man von der Möglichkeit eines Kampfes ganz ab, dann bleibt nur ein Kompromiß. Kompromisse, die mit direktem, gegenseitigen Kontakt verbunden sind, können einen sehr engen Kontakt implizieren (Koalition) oder eine nur lokkere Verbindung (Personenkooptation). Kompromisse ohne permanente persönliche Bindung können durch Verhandlungen oder einfache Kooptation erzielt werden. Im letzteren Fall bedarf es überhaupt keiner Kontakte, dem Gegner wird der Wind aus den Segeln genommen. Diese Wege zum Kompromiß schließen sich gegenseitig nicht aus.

besteht nur in so geringer Intensität, daß den anderen Mitteln zur Anpassung an Umweltanforderungen mehr Bedeutung zukommt, wie gleich deutlich werden wird. Nicht selten inhibieren Kartelle den Wettbewerb unter Börsen. Für bestimmte Titel haben Börsen auch Monopole, da viele Titel nur an einer einzigen Börse zugelassen sind. Überdies ist eine Zurechnung von Änderungen von Börsenumsätzen zur Veränderung oder Nichtveränderung der Qualität oder des Preises von Börsenhandelsleistungen angesichts der Komplexität der Determinanten dieser Umsätze höchstens in Ausnahmefällen möglich und ein anderes Maß für die Folgen solcher Änderungen kaum denkbar. Die vom Wettbewerb ausgehenden Impulse zu einem Ausgleich der Interessen sind nicht zuletzt deshalb gering, viel geringer sicherlich als bei anderen Anbietern, in deren Absatzentwicklung - z.B. von Zahnpasta, Margarine, Zeitungen, Autos - regelmäßig sehr klar zum Ausdruck kommt, ob das Produkt konveniert[1].

Koalitionen zwischen Effektenhändlern und anderen am Börsenhandel interessierten Kreisen als Mittel, durch wechselseitige Beeinflussung einen Consensus zu erwirken, sind durchaus bekannt. Hier sei nur auf die

---

1) Diese Zusammenhänge lassen es auch zweifelhaft erscheinen, ob man den Effektenhandel allein dem sonst regelmäßig wirksamen Selbstheilungsmechanismus Konkurrenz überlassen kann. Allerdings kann die Einführung von Zeichnungsprospekten in Deutschland auf die Konkurrenz zwischen den amerikanischen Titeln und den an diesen gemessen mit mehr Nachweisrisiken behafteten deutschen Titeln zurückgeführt werden. Auch wenn amerikanische Anleger ihre Bezugsrechte deutscher Aktien, solange nur eine Bezugsaufforderung vorlag, gezwungenermaßen verkaufen mußten, stand es ihnen doch frei, für den Erlös alte Aktien zu erwerben. Vgl. hierzu H. Mittermüller, a.a.O., S. 533, Fußnote 8.

Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz hingewiesen, die von stark im Effektengeschäft engagierten Banken nicht unabhängig ist[1]. Auch des Aushandelns bedienen sich Effektenhändler sowohl gegenüber einzelnen Personen als auch gegenüber Organisationen, um einen bestehenden Akkord nicht zu gefährden[2] oder um zu einem neuen zu gelangen[3]. Der diffizilen Materie ist dieses Vorgehen oft adaequat.

Kooptation als Mittel zur Abwehr von Gefahren für die Existenz oder Stabilität einer Organisation durch Übernahme neuer Elemente auf organisationsexterne Impulse hin spielt für Börsen eine besondere Rolle. Vorstößen gegen Börsen in ihrem jeweiligen Zustand wird durch Kooptation die Spitze genommen. So betonten Effektenhändler im Hinblick auf den Referentenentwurf vom 14. Dezember 1967 hin nachdrücklich, daß es keines Gesetzes bedürfe, da man die sinnvollen Regelungen besser und schneller freiwillig einführen könne[4]. Und in der

---

1) Vgl. im einzelnen G. Schub, Die hilflosen Aktionärs-Schützer, in: Capital, 5. Jg. (1966), S. 62 f.; C. Naumann, Die Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz und andere Aktionärs-Zusammenschlüsse, Mannheimer Diss. 1957.

2) Vgl. Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 6.

3) Mit den Reformvorschlägen des BWM konfrontiert boten Börsen- und Bankenvertreter dem Ministerium Verhandlungen an. Vgl. A. v. Metzler, Ausführungen am 8. Januar 1968, S. 3 (Hektographie); Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Stellungnahme vom 17. Januar 1968, S. 6.

4) O.V., Banken gegen gesetzliche Börsenreform, in: Börsenzeitung, Nr. 59 v. 23. März 1968; o.V., Banken: Börsenreform auf freiwilliger Grundlage, in: Handelsblatt, Nr. 67 v. 3. April 1968; H. Henzel, Freiwilligkeit statt Zwang, Gedanken zur Fortentwicklung des Börsenwesens, in: Börsenzeitung, Nr. 202 v. 19. Oktober 1968. In diesem Zusammenhang sei besonders auf die kritischen Ausführungen von W. Reimann, Dogmen-Streit über Börsenreform?, in: Handelsblatt, Nr. 16 v. 23. Januar 1968, hingewiesen.

Tat kam es mit Wirkung vom 1. Juli 1968 zu einem den Vorstellungen der Banken entsprechenden sogenannten freiwilligen Börsenzwang[1], um § 1 des Referentenentwurfs gegenstandslos zu machen[2]. Geradezu Prinzip ist Kooptation als Mittel zur Wiederherstellung des Akkords infolge des Securities Exchange Act (SEA) vom 6. Juni 1934 in den USA geworden, insbesondere wegen Sec. 19(b) und 6(b) dieses Gesetzes[3]. Börsen haben danach die Möglichkeit, entweder zu kooptieren und selbständig von der SEC als für den Anlegerschutz ausreichend angesehene Regelungen herbeizuführen oder dies zu unterlassen,

---

1) Vgl. hierzu: o.V., "Freiwilliger Börsenzwang", in: Handelsblatt, Nr. 84 vom 30. April 1968; o.V., Künftig alle Aufträge über die Börse, in: FAZ, Nr. 101 vom 30. April 1968; o.V., Kundenaufträge grundsätzlich nur über die Börse, in: Handelsblatt Nr. 104 vom 30. Mai 1968. Der Wortlaut des hier einschlägigen geänderten Absatzes 1 von Zif. 29 AGB ist wiedergegeben in: o.V., Zum Thema Börsenreform, in: ZfgK, 21. Jg. (1968), S. 569.

2) Ein anderer Fall von Kooptation im deutschen Kreditwesen ist auch die freiwillige Veröffentlichung von Zweimonatsbilanzen durch große Kreditinstitute. Ein im Anschluß an die Bankenenquete von 1908 zur Diskussion gestellter Gesetzentwurf sah eine Verbesserung der Publizität der Banken zum Schutz der Einleger vor. Die Banken wollten durch ihre freiwillige Publizität "weitgehende Forderungen der radikaleren Theoretiker ... parieren" (o.V., Bankenenquete, in: Die Bank, 2. Jg., 1909, S. 1201). Inzwischen wieder auf freiwilliger Basis werden diese Zweimonatsbilanzen, freilich in modifizierter Form, auch heute noch veröffentlicht. Die Beständigkeit solcher kooptativer Regelungen bezweifelt besonders: H. Baumann, Zur Börsenreform aus der Sicht des Volksbanken-Aktiensparers, in: Blätter für Genossenschaftswesen, 114. Jg. (1968), S. 292. Siehe auch W. Reimann, a.a.O.

3) Vgl. hierzu L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1210; S. Robbins, a.a.O., S. 107 - 120.

und sich damit einem Diktat der SEC auszusetzen, die dann einschlägige Änderungen der Börsenbestimmungen verordnen kann[1]. Dieses Prinzip kooptativer Selbstordnung und Selbstanpassung in erster Instanz und des - wie Wolverton es ausdrückte - "bis stick" hat sich in den USA fast uneingeschränkt bewährt[2]. Aber nicht nur in der Auseinandersetzung mit Behörden ist Kooptation geeignet. Auch um eine - von wem auch immer mobilisierte - feindliche öffentliche Meinung oder bestimmte Kreise zu besänftigen, kann Kooptation ein probates Mittel sein.

Kooptation erstreckt sich sowohl auf die Übernahme von Normen, die die Operationsfreiheit der Organisation und ihrer Mitglieder einengen, als auch auf die Aufnahme von Personen von außerhalb, insbesondere in Entscheidungsgremien. Diese Personen können dann bei Einzelentscheidungen dafür plädieren, daß die durch sie vertretenen Interessen

---

1) Der jüngste Anpassungsprozeß dieser Art hatte die Provisionsbestimmungen der NYSE zum Gegenstand. Vgl. hierzu CCH (Hrsg.), New York Stock Exchange Guide, Official Organ of the New York Stock Exchange, Chicago, New York, Washington o.J. (Loseblattsammlung), Vol. 3, S. 6830 - 6839.

2) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 501 - 504. William O. Douglas brachte diesen Zusammenhang auf eine wohl noch eindringlichere Formel: "(let) the exchanges take the leadership with Government playing a residual role. Government would keep the shotgun, so to speak, behind the door, loaded, well oiled, cleaned, ready for use but with the hope it would never have to be used" (W. O. Douglas, Democracy and Finance, 1940, S. 82, zitiert nach: L. Loss, a.a.O., S. 1181).

berücksichtigt werden. So finden sich denn auch in Börsengremien Emittenten- und Staatsvertreter, jedoch kaum einmal Anleger[1].

Eine Abstimmung von Börsen mit ihrer Umwelt erfolgt außer auf diesen Wegen der Selbstanpassung auf Impulse von außen hin auch durch direkten Zwang vor allem des Staates. Von den britischen Börsen abgesehen ist es meines Wissens keiner Börse gelungen, sich allein durch Selbstanpassung zu behaupten, so daß regelmäßig nicht nur die Verfolgung von Interessen der Mitglieder und Selbstordnung im Prozeß wechselseitiger Einwirkung zwischen Börsen und ihrer Umwelt, sondern auch hoheitliche Eingriffe zu den Aufgabensätzen gegenwärtiger Börsen geführt haben.

---

1) Mindestens die Hälfte der Mitglieder der Zulassungsstelle müssen nach § 36 Abs. 1 BG Außenstehende sein. In der Regel sind es nur Emittentenvertreter. (Vgl. hierzu: H. Gericke, Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, S. 76; H. Göppert, Das Recht der Börsen, Berlin 1932, S.231 ff.; Frankfurter Wertpapierbörse, Handbuch 1968, Teil 1, S. 10 - 12). Auch die Funktion des Staatskommissars an den deutschen Börsen sollte in diesem Zusammenhang gesehen werden. Allerdings wurde diese Institution nicht kooptiert, sondern oktroyiert. Dem Board of Governors der NYSE gehören neben 30 Effektenhändlern drei sonstige Mitglieder an, die gewöhnlich Emittentenvertreter oder Professoren sind (Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 511). Diese sonstigen Mitglieder im Board kennt die NYSE seit 1938. Forderungen der SEC im Jahre 1937 veranlaßten die Börse, das sogenannte Conway Committee einzusetzen, dessen Reorganisationsplan für die Börse 1938 mit geringen Abstrichen realisiert wurde. Diese Reform wurde dadurch sehr erleichtert, daß Richard Whitney, der Führer der Reformgegner und ehemalige Börsenpräsident, im März 1938 wegen seines skandalösen betrügerischen Bankrotts ausgeschlossen werden mußte (B. E. Shultz, a.a.O., S. 17 f.; G. L. Leffler, a.a.O., S. 93 f.).

Diese Aufgabensätze spiegeln die unterschiedlichen Bedingungen wider, die an den verschiedenen Börsenplätzen herrschten und noch herrschen, und finden ihren sichtbarsten Ausdruck in derzeitigen Strukturen von Börsen. Diese Strukturen sind ja geschaffen worden, um bestimmte Aufgaben zu erfüllen. Aus diesen von den Börsen heute eingesetzten Mitteln läßt sich daher auch ablesen, welche Aufgaben sich Börsen tatsächlich gestellt sehen[1] und inwieweit im einzelnen an verschiedenen Börsen die Interessen von Mitgliedern, Emittenten und Anlegern durchgesetzt worden sind.

Im zweiten Teil dieser Arbeit sollen dementsprechend von Börsen eingesetzte Mittel daraufhin untersucht werden, wessen Interessen sie dienen. Eine einzelne Börse in dieser Weise zu analysieren wäre aufschlußreich. Der Einfluß unterschiedlicher Umweltbedingungen läßt sich aber sehr viel besser im intertemporalen oder/und interlokalen Vergleich zeigen[2]. Ich wähle den Vergleich gegenwärtiger

---

1) Freilich werden diejenigen "Aufgaben" nicht sichtbar, die nur deklariert und allgemein akzeptiert sind, zu deren Erfüllung aber außer Lippenbekenntnissen keine Schritte unternommen wurden. Ferner werden Aufgaben nicht sichtbar, deren Erfüllung erst geplant ist.

2) Nicht alle Unterschiede in den Strukturen von Börsen indizieren auch unterschiedliche Aufgabensätze. Strukturen, die den Belangen aller am Börsenhandel Interessierten entsprechen oder diese nicht tangieren, können in ihrer ursprünglichen Form lange bestehen und mögen als Traditionselemente von Interesse sein. Rückschlüsse auf die Aufgabensätze lassen sich aber nicht aufgrund einer Analyse eben dieser Strukturen ziehen, sondern nur durch Vergleich der Strukturen, die im Schnittpunkt gegensätzlicher Interessen stehen oder speziell dem Interesse einer Partei dienen.

Zustände an der Frankfurter Wertpapierbörse und an der New York Stock Exchange (NYSE). Für diese Entscheidung spielt überhaupt keine Rolle, daß die NYSE als bedeutendste und höchstentwickelte Börse der Welt, die Frankfurter Börse dagegen von manchen als entwicklungsbedürftig angesehen wird. Es ist hierfür auch kaum von Bedeutung, daß beide Börsen hoheitlich überwacht werden und beide in gewissem Sinn als öffentliche Einrichtung angesehen werden[1]. Vielmehr ist es die gleichartige Grundstruktur, die diesen Vergleich nahelegt. An beiden Börsen dürfen Effektenhändler nicht nur für Rechnung ihrer Kundschaft, sondern auch für eigene Rechnung Geschäfte abschließen. An beiden Börsen gibt es anlegerprovisionsorientierte und mitgliederprovisionsorientierte Händler. Und beide Börsen kennen Träger der Funktion, durch Spezialisierung auf nur einige bestimmte Effekten Umsätze auf den Märkten eben dieser Papiere zu erleichtern, den Kursmakler hier und den specialist dort.

Eine gründliche und umfassende Gesamtanalyse würde nicht allein meine Möglichkeiten übersteigen, sie empfiehlt sich auch aus anderen Gründen nicht. In vielen Teilbereichen versperren börsenfremde institutionelle Faktoren den Einblick in die börsenspezifischen Strukturen in einem Maße, daß die Abklärung dieser Faktoren umfangreiche Exkurse in das Gesellschaftsrecht und in anderes Handelsrecht erfordert. Auch werden nicht in allen Teilbereichen einander entgegengesetzte Interessen und deren Gewicht für den aktuellen Aufgabensatz deutlich. Die Bereiche Rekrutierung von Börsen-

---

1) E.-R. Huber, Wirtschaftsverwaltungsrecht, 2. neubearb. u. erw. Aufl., 1. Bd., Tübingen 1953, S. 600 - 641; M. Uppenbrink, Die deutschen Wertpapierbörsen als Körperschaften des öffentlichen Rechts, Heidelberger Diss. 1963; Financial Handbook, a.a.O., Sec. 10, S. 51.

mitgliedern, Börsenverwaltung, Publizität von Börsengesellschaften, Geschäftserfüllung, Zulassung von Effekten zum Börsenhandel, Public Relations, Schulung von Börsenangehörigen, Überwachung der Geschäftsführung der Mitgliedsfirmen usw. scheinen mir vor allem aus diesen Gründen für eine Analyse geeignet.

Für den zentralen Börsenbereich, in dem es allein um den Abschluß der Geschäfte geht, gelten diese Einwände nicht. Dieser Bereich wird daher in den Mittelpunkt der folgenden Erörterungen gestellt. Die gleichartige Grundstruktur beider betrachteter Börsen erleichtert hier den Vergleich. Gegen die meisten Realisationsrisiken und auch gegen einige Nachweisrisiken kann in diesem Bereich direkt angegangen werden. So zeigen gerade die dort eingesetzten Mittel, ob und wieweit das Anlegerinteresse, Realisationsrisiken zu beseitigen, oder das entgegengesetzte Mitgliederinteresse, sich die entsprechenden Chancen offenzuhalten und zugleich die Transaktionskosten so niedrig wie irgend möglich zu halten, durchgesetzt werden konnten. Schließlich ist ein Vergleich der Zustände in diesem Bereich auch aktuell: Der Referentenentwurf vom 14. Dezember 1967 stellte zur Diskussion, ob nicht Maßnahmen in diesem Bereich neben Verbesserungen der Publizität von Börsengesellschaften besonders tauglich seien, den Anlegerschutz zu erhöhen. Während gemeinhin die Anregung begrüßt wurde, die Information von Anlegern über Börsengesellschaften zu intensivieren, stießen die Pläne, die Handelsbestimmungen zu revidieren, auf Widerstand, und es ist noch immer kontrovers, ob und für wen mit solchen Maßnahmen etwas zu gewinnen ist.

Z W E I T E R T E I L

AUSGEWÄHLTE MITTEL ZUR ERFÜLLUNG VON BÖRSENAUFGABEN

A. MITTEL ZUR VERRINGERUNG DER HÄNDLERTRANSAKTIONSKOSTEN

I. BÖRSEN SELBST ALS MITTEL ZUR VERRINGERUNG DER HÄNDLERTRANSAKTIONSKOSTEN

Effektenbörsen scheinen auf den ersten Blick Gebilde sui generis zu sein. Der flüchtige Betrachter kennt Börsen z.B. in Deutschland als ein Konglomerat aus einer Versammlung von Kaufleuten, einem sogenannten Börsenträger, Börsengerichten, einer Maklerkammer, einem Börsenvorstand, einer Zulassungsstelle und evtl. auch noch einem Börsenverein, aus denen zusammengesetzt Börsen in der Literatur ausführlich dargestellt werden. Versteht man Effektenbörsen als Institutionen, denen Teilaufgaben von Effektenhandelsbetrieben zur rationelleren Erfüllung übertragen sind, wird indes deutlich, wie Effektenbörsen in das Netz der Transformationsvorgänge im Effektenhandel eingeflochten sind und daß Börsen keineswegs als Organisation besonderer Art angesehen werden müssen, sondern daß Parallelen zu anderen instrumentellen Organisationen durchaus gegeben sind.

Unterscheidet man mit Nicklisch[1] ursprüngliche Betriebe und abgeleitete Betriebe, zeigt sich das Konzept der Aus-

---

1) Zitiert nach R. Seyffert, Betrieb, in: HdB, 3. Aufl., Bd. I, Stuttgart 1956, Sp. 738; vgl. auch E. Grochla, a.a.O., S. 17-24.

gliederung von Aufgaben als grundsätzlich auf alle Einzelwirtschaften angewandt und damit als wenig ergiebig. Wird jedoch nicht nur von Ausgliederung oder Nichtausgliederung ausgegangen, sondern stellt man verschiedene Ausgliederungsformen einander gegenüber, ist dieses Konzept sehr wohl geeignet klarzulegen, welche Analogien zwischen Börsen und anderen Institutionen bestehen. Teilaufgaben können schlicht von einem Betrieb zum anderen übertragen, dekonzentriert[1] (z.B. von einem Betrieb auf mehrere übertragen) oder konzentriert[2] werden. Für den Typ der Ausgliederung ist ferner Art und Umfang der auszugliedernden oder ausgegliederten Teilaufgaben[3] von Bedeutung und

---

1) Dies ist z.B. der Fall beim Franchising. Vgl. hierzu: H. Gross, Das Franchising-System, in: Handelsblatt, Nr. 8 vom 11. Januar 1968; J.A. Cramer, Mit den "Großen" überleben, in: Der Volkswirt, 22. Jg. (1968), Nr. 37, S. 38 f.

2) Teilaufgabenkonzentration ist das Konzept der Genossenschaftsbewegung. In diesem Zusammenhang sei nur hingewiesen auf R. Henzler, Betriebswirtschaftliche Probleme des Genossenschaftswesens, Wiesbaden 1962. Vgl. zur Teilaufgabenkonzentration in anderem Zusammenhang: K. Rößle, a.a.O.; E. Grochla, a.a.O. Hierher gehören u.a. das factoring, das rack jobbing, service merchandising und conventioning, wie die meisten Spezialisierungen, die dadurch entstanden sind und entstehen, daß neue, bei von bestehenden Betrieben allein nicht erreichbaren Auslastungen optimale Verfahren aufgespürt und angewandt werden.

3) B. Hartmann, Die Verselbständigung verbundener Produktionen, in: ZfB, 25. Jg. (1955), S. 208 f., unterscheidet technische und rechtliche Ausgliederung. K. von Wysocki, Rationalisierung durch Ausgliederung von Betriebsaufgaben, in: ZfB, 31. Jg. (1961), S. 33 f. unterscheidet eine horizontale Spaltung der Oberaufgaben durch Ausgliederung einzelner exogener Leistungsobjekte, eine vertikale Spaltung der Oberaufgaben durch Ausgliederung einzelner endogener oder exogen induzierter Verrichtungen und eine Ausgliederung von Planungs-, Kontroll- und Leitungsaufgaben. Schon deshalb, weil Planungs- und Leitungsaufgaben stets sowohl auf exogene und endogene Verrichtungen als auch auf Leistungsobjekte bezogen sind, überscheiden sich die drei von Wysocki genannten Ausgliederungstypen. Zur Kennzeichnung von Art und Umfang von ausgegliederten Aufgaben ist die Aufgabengliederung E. Kosiols, die Wysockis Überlegungen zugrunde liegt, jedoch durchaus ge-

schließlich, ob die Beziehungen zwischen den Ausgliederern und den Übernehmern allein Marktbeziehungen sind, oder ob statt derer oder neben diesen Beziehungen anderer Art bestehen, die z.B. in Weisungsberechtigungen, Bezugsberechtigungen oder Beitragsverpflichtungen zum Ausdruck kommen können[1].

Auf Börsen werden gleichartige Teilaufgaben von Effektenhandelsbetrieben übertragen. Marktgerechte Gebote abzugeben, korrespondierende Gebote aufzuspüren und Effektengeschäfte abzuschließen sind vornehmlich die Teile der Aufgabe "Auftragsabwicklung" oder allgemeiner "Handel mit Effekten", die ausgegliedert werden. Das hat seinen Grund darin, daß die Geschwindigkeit der Orderausführung vom Orderaufkommen abhängt. Sie ist regelmäßig um so höher, je mehr Gebote in einem bestimmten Titel vorliegen, anders ausgedrückt, je tiefer der Markt oder je besser die Kulanz ist. Allein durch räumliche, zeitliche und durch persönliche Konzentration der Abgabe und Annahme von Geboten, kurz ausgedrückt, durch Markt- oder Börsenbildung, wird die Wahrscheinlichkeit der Begegnung mit einem korrespondierenden Gebot und damit die Wahrscheinlichkeit eines Abschlusses erhöht. Die Belastung des potentiellen Engpasses, der mit der Orderausführung betrauten Personen, wird pro Schluß verringert. Bestimmte Umsätze können, wenn eine Börse existiert, mit weniger Arbeitszeit bewältigt werden, verglichen mit einer Situation ohne Börse.

Eine Börse einfachsten Typs, die nichts anderes darstellt als eine Institution, auf die lediglich die genannten Teil-

---

eignet, dargestellt z.B. in Organisation der Unternehmung, Wiesbaden 1962, S. 42 - 69, wie E. Grochla in umfassender Weise gezeigt hat.

1) Vgl. E. Grochla, a.a.O., S. 29; K. von Wysocki, a.a.O., S. 42 f.

aufgaben und deren Ausführung konzentriert sind, ist somit bereits ein Mittel zur Verringerung wenigstens[1] der Händlertransaktionskosten[2]. Neben der Konzentration gleichartiger Teilaufgaben ist für Börsen typisch, daß diese Gemeinschaftsstellen oder gemeinschaftlichen Hilfsbetriebe von den Effektenhandelsbetrieben ihre Hauptleistung, die Erhöhung der Abschlußwahrscheinlichkeit, nicht über einen Marktpreis[3] vergütet bekommen. Vielmehr wird eine Börse von ihren Mitgliedsbetrieben alimentiert[4], die in ihrer Gesamtheit auch nach Maßgabe einer Satzung die Börse beherrschen.

Als Institutionen, an die gleichartige Teilaufgaben einer Vielzahl von Betrieben delegiert sind, und die gemäß einer Satzung von der Gesamtheit dieser Betriebe, dem Betriebsverband[5], kontrolliert werden, stehen

---

1) Wie oben angeführt, sind auch Rückwirkungen auf die Anlegertransaktionskosten zu erwarten.

2) Die Kosten der Börse, in diesem Fall praktisch nur die Kosten der Zeit, die die Händler benötigen, um sich auf den öffentlichen Platz zu begeben, auf dem gehandelt wird, sind vernachlässigbar.

3) Marktpreise für die Erhöhung der Wahrscheinlichkeit eines Vertragsabschlusses sind durchaus nicht ungewöhnlich. Besonders Anzeigengebühren sind als solche zu qualifizieren und dementsprechend um so höher, je mehr potentielle Vertragspartner der Art des Publikationsmittels wegen erwartungsgemäß angesprochen werden. Der Marktpreis für einen Börsensitz oder eine Charge reflektiert zwar den Wert der Leistungen einer Börse für einen Effektenhandelsbetrieb, ihn erhält jedoch regelmäßig nicht die Börse, sondern das ausscheidende Börsenmitglied von seinem Nachfolger. Kein gemeinschaftlicher Hilfsbetrieb, sondern ein selbständiger Betrieb, der Börsenleistungen marktmäßig anbot, war allerdings möglicherweise ursprünglich die 1878 als Aktiengesellschaft gegründete alte Tokyoter Börse. Vgl. hierzu: Tokyo Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange, History, Organization, Function, o.O. 1967, S. 6; T. Kushimoto, Die Organisation der japanischen Börse, in: ZfHH, 17. Jg. (1924), S. 188 f.

4) § 2 Abs. 2 BO; Art. X NYSE-Constitution.

5) Bezeichnung und Begriff verwendet nach E. Grochla, a.a.O.

Börsen nicht allein. Solche Institutionen, die wie Börsen ausgegliederte exogene oder primäre Teilaufgaben erfüllen und so die Mitgliedsbetriebe fördern, sind vor allem Beschaffungs-, Produktions- und Absatzgenossenschaften[1]. Die gleiche Grundstruktur haben zahlreiche Organisationen, die endogenen oder sekundären ausgegliederten Teilaufgaben nachgehen, wie Zentralstellen von Fachverbänden, Industrie- und Handelskammern und Innungen.

Grochla, bei dem solche Institutionen Verbandbetriebe[2]

---

1) Hier sei nur auf den Bericht über ein aktuelles konkretes Beispiel hingewiesen: W. Osel, Die Genossenschaft der Umsatzmillionäre, in: Handelsblatt, Nr. 87 vom 6. Mai 1968. Als Absatzgenossenschaften sind auch die teils sogar als eingetragene Genossenschaften organisierten Taxizentralen (Fernsprech - und Funkzentralen) zu qualifizieren, die in jüngerer Zeit aufgekommen sind.

2) E. Grochla, a.a.O., S. 49. - Als Institutionen, die Leistungen bereitstellen, sind Börsen noch nicht unbedingt auch als Betriebe zu qualifizieren, als Einheiten, die planvoll durch Kombination von Faktoren Güter hervorbringen. Frühformen von Börsen, Effektenhandel vor bestimmten Gebäuden oder im Schatten des größten Baumes, mögen keine abgrenzbaren Einheiten und vielleicht auch mehr zufällige Gebilde gewesen sein. Konstitutiv für den Börsen b e t r i e b ist integrierendes, koordiniertes Zweckhandeln der Marktpartner. Als Betriebe sind Börsen demnach immer dann zu beurteilen, wenn eine Körperschaft die Organisation des Marktes übernimmt, Usancen fixiert und evtl. deren Einhaltung auch kontrolliert. Tatsächlich wird als Gründungsjahr von Börsen nicht selten das Jahr des Erlasses oder der Absprache einer ersten Börsenordnung angegeben, selbst wenn schon jahrzehntelang auf Straßen und Plätzen gehandelt wurde. Nachdem er auf über achtzig Seiten verschiedene Börsenbegriffe kritisch diskutiert hat, sieht G. Wermet (Über den volkswirtschaftlichen und rechtlichen Begriff der Börse, in: G. Wermet, Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte, Leipzig 1904, S. 176 - 180) in der Fixierung von Usancen die Trennungslinie zwischen dem Effektenmarkt und der Effektenbörse. Folgt man Wermets Definition, ist eine Börse immer auch ein Betrieb. Gleichwohl werden Börsen in der Literatur nie als Betriebe, als Aktionsgebilde zur Befriedigung von Bedürfnissen

heißen, beschäftigt sich in seinem Werk extensiv mit deren Erscheinungsformen, ohne jedoch Börsen zu erwähnen. Dies dürfte vor allem auf zwei Besonderheiten zurückzuführen sein, die Börsen vor anderen Verbandbetrieben auszeichnen. Zum einen sind Börsen nach Grochlas Klassifikation zwar als Verbandbetriebe mit dezentraler Ausgabenausführung anzusehen, d.h. die effektive Ausführung der ausgegliederten Teilaufgaben verbleibt in den Händen der Mitglieder[1], aber dennoch werden diese Aufgaben örtlich zentral - eben an der Börse ausgeführt, an die sich die Vertreter der Mitglieder zu diesem Zweck begeben[2]. Zum anderen wird die Verbandbetriebsstruktur bei entwickelteren Börsen dadurch verdeckt, daß die "Abteilungen", die "Sachbearbeiter" dieser Verbandbetriebe zum Teil selbständige Kaufleute sind, nämlich z.B. specialists

---

insbesondere der Effektenhändler verstanden, sondern, von einem andern Aspekt ausgehend, stets als Märkte besonderer Art, namentlich als Märkte fungibler Güter gekennzeichnet. Allein die überaus starke Betonung dieses Aspektes in der Literatur macht es verständlich, warum G. Schneider-Düsseldorf, a.a.O., von den üblichen Kriterien einer Börse ausgehend, zu dem dann zutreffenden Ergebnis kommt, Immobilienbörsen seien entgegen dem Sprachgebrauch keine Börsen. Verwendet man die Aufgaben des Börsenbetriebs als Kriterien, ist dagegen nicht einzusehen, warum nicht alle Verbandbetriebe, denen das Aufspüren korrespondierender Gebote übertragen ist, Börsen heißen sollen.

1) E. Grochla, a.a.O., S. 50 f.

2) Diese Eigenart haben Börsen mit Clearingstellen klassischen Typs gemeinsam. Die Abrechnungsstellen der Deutschen Bundesbank sind allerdings im Gegensatz zum Clearing House und dessen provinziellen Gegenstücken keine Verbandbetriebe. Der Vergleich zwischen Clearingstellen und Börsen liegt auch aus einem anderen Grunde nahe: Wie bei Börsen ergibt sich ein Rationalisierungseffekt bereits durch die bloße Konzentration der Teilaufgaben; an Börsen ergibt sich regelmäßig eine Erhöhung der Abschlußwahrscheinlichkeit, an Clearingstellen eine Verringerung der Anzahl der zu begleichenden Forderungen, die zwischen n Wirtschaftssubjekten bestehen, von n(n-1) auf minimal n-1.

oder Kursmakler. Während an den Spezialisierungsvorteilen der ersten Stufe, denen des einfachen Verbandbetriebes, ohne besondere Gegenleistung partizipiert werden kann, verlangen diese Kaufleute für die von ihnen gebotenen Leistungen bestimmte Entgelte. Diese Leistungen bestehen darin, daß aus den genannten Aufgaben, die Börsen übertragen wurden, nochmals Teile ausgegliedert und von eben diesen Kaufleuten erledigt werden, die sich so Spezialisierungsvorteile zweiter Stufe zunutze machen.

Eine rationellere Orderausführung durch derartige Spezialisierung ist vor allem[1] an all den Börsen möglich, an denen ein Händler keinesfalls in jedem Zeitpunkt alle abgegebenen Gebote registrieren und entsprechend disponieren kann, wie es z.B. noch an Börsen mit nur einem Ring möglich sein wird, nicht aber an Börsen, an denen mehrere Titel zu gleicher Zeit gehandelt werden. Diese Spezialisten übernehmen es an solchen Börsen, ein Gebot am Markt des betreffenden Titels ständig präsent zu halten, und gewährleisten so den frühestmöglichen Abschluß. Sie werden regelmäßig limitierte Aufträge erhalten, die nicht sofort ausführbar sind und deren Ausführung den Händler, der sie den Spezialisten übergibt, von der Ausführung anderer, leichter ausführbarer Orders abhielte. Präziser ausgedrückt: Die Spezialisten erhalten solche Aufträge, die für die Händler, die diese Aufträge den Spezialisten übergeben, Kosten mindestens in Höhe der Mitgliederprovision mit sich brächten, führten sie diese

---

1) An allen Börsen können Spezialisten wie jobbers, Freihändler usw. die Orderausführung beschleunigen helfen, indem sie Posten einfach übernehmen, für die gerade kein korrespondierendes Gebot vorliegt. Ihre Leistung ist jedoch komplexer als die eines spezialisierten Maklers, der deshalb als Beispiel für einen Spezialisten gewählt wurde.

selbst aus[1]. Auch die Orderausführung in dieser spezielleren Form führt folglich zu einer Verringerung der Händlertransaktionskosten.

Wird von Börsenhändlern ausgegangen, die neben nicht miteinander korrespondierenden Aufträgen und eigenen Geboten in verschiedenen Titeln auch solche Aufträge zu bearbeiten haben, die sie einfach durch Kompensation erledigen können, läßt sich die Leistung einer Börse selbst einfachsten Typs zur Verringerung der Händlertransaktionskosten besonders gut illustrieren. Bei kompensierbaren Geboten entfällt die Suche nach einem Gegengebot, und auch der Abschluß als solcher ist kein Problem. Die Ausführung solcher Aufträge ist insoweit eine innerbetriebliche Angelegenheit und der Weg über die Börse nur ein die Transaktionskosten des Mitglieds erhöhender Umweg. Die Börse braucht von der einfachsten Abwicklung her gesehen genausowenig in Anspruch genommen zu werden wie bei einer Hausübertragung die Clearingstelle. Dementsprechend sind Börsenmitglieder auch lange Zeit verfahren, in Deutschland bis Mitte 1968. Doch um den Kurs bestimmen zu können, zu dem abgeschlossen wird, werden Informationen über den zur Zeit des Abschlusses am Markt bezahlten Kurs benötigt, will sich der Händler nicht Schadenersatzansprüchen der benachteiligten Partei aussetzen. Daraus wird deutlich, daß selbst im Falle der Kompensation die Existenz einer Börse die Transaktionskosten der Händler im gewissen Umfange verringert, da es genügt, sich um Informationen über den Kurs am wichtigsten Markt des betreffenden Papiers, eben um Informationen lediglich über den jeweiligen Börsenkurs zu

---

1) Werden Spezialisten eingeschaltet ist freilich nicht immer nur deren Leistung gefragt, den frühestmöglichen Abschluß sicherzustellen. Es kann z.B. auch darum gehen, Rückschlüsse auf die Identität der Auftraggeber zu erschweren.

bemühen[1]. Existiert eine Börse, sind entsprechend die Informationskosten auch dann niedriger als in einer Situation ohne Börse, wenn keine Gebote kompensiert werden. Wer sich dagegen sichern möchte, den Markt zu verfehlen und zu Kursen abzuschließen, die vom gegenwärtig erzielbaren Marktpreis mehr oder weniger weit entfernt sind, weil er selbst ein für ihn ungünstiges nichtmarktgerechtes Gebot abgegeben oder ein solches angenommen hat, muß sich Kenntnis allein von der Marktlage an der Börse verschaffen. Börsen erleichtern es mithin, Gebote marktgerecht abzugeben und nur solche Gebote anzunehmen. Wozu

---

1) Die kontroverse Frage, ob solche Kompensationen zu anderen Kursen führen als zu denen, die bestünden, gelängten die kompensierten Gebote an die Börse, kann hier nur gestreift werden. Kurseffekte behauptet z.B. H. Baumann, a.a.O., S. 292. Entgegengesetzter Meinung ist z.B. G. Bruns, Hilft der Börsenzwang weiter?, in: Der Volkswirt, 14. Jg. (1960), S. 2629 f. Vgl. auch o.V., Börsen-Kummer, in: Capital, 5. Jg. (1966), H. 7, S. 46.
Untersuchungen, bei denen eine Börse mit den kompensierbaren Geboten mit einer anderen Börse verglichen wird, die der ersten genau entspricht, nur daß ihr die kompensierbaren Aufträge fehlen, führen zu folgendem Resultat: Bei Einheitskursen gibt es bei Kompensation von bestens-Geboten keinen Kurseffekt. Sofern die Kompensation von limitierten Geboten möglich ist, hat auch diese keinen Kurseffekt. Fällt der Kurs so, daß eine als möglich angesehene Kompensation limitierter Gebote unmöglich wird, kann ein Kurseffekt gegeben sein; dieser Fall ist aber sehr unwahrscheinlich.
Das Vergleichsmodell ist unrealistisch, wenn andere kursbestimmende Faktoren davon beeinflußt werden, ob eine Kompensation erfolgt oder nicht, wenn nicht von ceteris paribus ausgegangen werden kann. So mag eine bestimmte Portefeuillepolitik einer Bank in der Öffentlichkeit der Börse anders betrieben werden, als im Schutze des eigenen Hauses, das absolute Umsatzvolumen kann kurswirksame Folgen haben usw. Diese Nebenwirkungen mögen im Kleinkassageschäft unerheblich sein, im Großkassageschäft aber halte ich sie in jedem Fall für bedeutsam. Es wäre ein Zufall, wenn zwei bestens-Aufträge, die in der Bank zum nächstbesten Kurs kompensiert werden, an der Börse je für sich ausgerufen, um möglichst vorteilhafte korrespondierende Gebote zu befinden, beide eben zu diesem genannten nächstbesten Kurs ausgeführt werden würden.

auch immer Informationen über die Marktlage benötigt werden, die Kosten solcher Informationen werden durch eine Börse gesenkt.

Nur bei nicht kompensierbaren Geboten zeigt sich der zweite die Händlertransaktionskosten senkende Effekt, der sich ebenfalls bereits immer dann ergibt, wenn es überhaupt zur Konzentration der fraglichen Teilaufgaben und deren Ausführung, zum Markt, zur Börse kommt. Wie oben erläutert, werden dann die Händlertransaktionskosten dadurch gesenkt, daß die Wahrscheinlichkeit, einem korrespondierenden Gebot zu begegnen, erhöht wird. Es wird weniger mühsam, ein passendes Gegengebot aufzuspüren. Die Kosten der Partnersuche werden geringer[1].

Diese beiden die Händlertransaktionskosten senkenden Ef-

---

1) In der aus Anlaß der Gründung der Bayerischen Immobilienbörse München geführten Diskussion wurde der erste Effekt nur angesprochen, der zweite aber klar erkannt. So schreibt G. Schneider-Düsseldorf, a.a.O., die Börse sei ihrem Wesensgehalt nach berufen, Geschäfte in schwer handelbaren Objekten zu erleichtern, und meinte damit offenbar die nicht innerbetrieblich kompensierbaren Aufträge. Schwer handelbare Objekte will dagegen E. Sailer, a.a.O., von der Immobilienbörse verbannen, weil er einen Bodensatz unrealisierter Gebote fürchtet. Die stets schriftlich vorliegenden Aufträge sollten deshalb nach seiner Vorstellung mit Kostenmarken zu versehen sein, deren Preis zur Regelung von Angebot und Nachfrage zu variieren ist. Selbst wenn man diese Marken wöchentlich erneuern müßte, würden solche Kostenmarken genau zu einem dem gewünschten entgegengesetzten Effekt führen, da die Kosten außerbörslicher Erledigung bei schwer handelbaren Objekten gerade besonders hoch sind.
Kostenmarken dieser Art oder ähnliches sind allerdings probate Mittel für die Preispolitik einer selbständigen Börse: Sie werden bezahlt, um höhere Opportunitätskosten zu vermeiden. Ausgaben für sie indizieren approximativ den Nutzen, den die Börse hinsichtlich des jeweils betrachteten Auftrags stiftet. Kostenmarken führen somit zu einer Preisdifferenzierung und Preisbemessung nach dem Wert der von der Börse erhaltenen Leistung im Urteil des Kunden.

fekte sind um so stärker, je umfassender die Konzentration der Gebote in jedem betrachteten Wertpapier ist. Daraus ergibt sich unmittelbar das Prinzip des einzigen Marktes: Der Börsenhandel in einem Titel ist an einer einzigen Börse zu konzentrieren, um beide Effekte voll zu nutzen. Die Existenz von mehr als einem Börsenmarkt für einen bestimmten Titel widerspricht diesem Prinzip und ist deshalb sehr erklärungsbedürftig[1)].

Daß sich vor der Einführung elektrischer und elektromagnetischer Nachrichtentechnik und sicheren und zügigen Postverkehrs Märkte für bestimmte Titel an mehr als einer Börse bildeten, sofern Anleger im Umkreis dieser Börsen in größerem Umfang solche Wertpapiere besaßen, ist ohne weiteres verständlich. Denn die genannten Effekte können sich nur voll auswirken, wenn der Zentralmarkt mindestens genauso leicht zugänglich ist wie die Parallelmärkte, da sonst die Verringerung der Transaktionskosten durch den Übergang zum größeren Markt teilsweise, ganz oder mehrfach schon durch eine Erhöhung der Marktzugangskosten kompensiert wird (z.B. wegen zusätzlichen Transportbedarfs und wegen des Fortfalls von Funktionsrabatten oder anderer Funktionsvorteile). Schwerer verständlich dagegen ist, daß sich diese Parallelmärkte auch noch im Zeitalter entwickelten Girosammelverkehrs und unmittelbarer Fernmeldemöglichkeiten behaupten. Dies zu erklären soll für deutsche

---

1) Nicht erklärungsbedürftig ist die Existenz mehrerer Börsen.

Verhältnisse versucht werden[1].

Erste Schritte auf Zentralmärkte für jedes Wertpapier hin wurden in Deutschland um die Jahreswende 1934/35 unternommen, als jede zweite Börse schließen mußte[2]. Nach dem Krieg erstand die Börse in Bremen wieder; der neueröffnete sogenannte Sprechsaal in Freiburg[3] konnte sich nicht halten. Eine weitere Zentralisation blieb bisher aus. Das liegt wohl zunächst daran, daß gerade den Banken an den Börsenplätzen durch eine solche Regelung plötzlich für ihren Eigenhandel mindestens Fernmeldekosten erwüchsen und daß die Vertreter dieser fast als einzige von dieser Regelung belasteten Banken in Amt und Würden in den Börsenvorständen sitzen, die über eine Marktteilung zu befinden haben. Diese Herren werden gegen eine Marktteilung sein, weil sie befürchten, daß des Handels in Standardwerten beraubte Lokalbörsen vermutlich in ähnliche Schwierigkeiten kämen wie die französischen Provinzbörsen, nachdem im Zuge der Börsenreform des Jahres 1962 jeder Titel einer und

---

1) Zur Konzentrationsbewegung im Börsenwesen der USA, im Zuge derer bisher etwa die Hälfte der Börsen schloß oder fusionierte, vgl. L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1170 f. Obwohl die verschiedenen Zeitzonen und die Weite des Landes ein dezentrales Börsenwesen erklären helfen könnten, gibt es für börsennotierte Werte grundsätzlich nur einen für sie ganz überragend wichtigen Markt, entweder die NYSE oder die ASE. Zwar werden diese Werte teilweise auch an den anderen Börsen außerhalb New Yorks gehandelt, doch die NYSE und die ASE haben über 90 % aller Börsenumsätze an sich gezogen.

2) O. Hintner, a.a.O., S. 14 f.

3) C. Schmidt, Gegenwärtiger Stand von Organisation und Geschäftsdurchführung an den Effektenbörsen in Westdeutschland, Bonner Diss. 1956, S. 16.

nur einer Börse zugewiesen worden war[1]. Diese Börsen liefen Gefahr, früher oder später geschlossen zu werden, und eine Zustimmung zur Marktteilung könnte somit bedeuten, sich meist liebgewordener Aktivitäten und einer Möglichkeit regelmäßigen informellen Gedankenaustausches zu entäußern. Gegen ein Interesse von Börsenmitgliedern an einer Marktteilung sprechen schließlich auch noch weitere Gründe wie Fortfall von Arbitragemöglichkeiten, der Wunsch nach einer möglichst reichhaltigen Palette von Handelsmöglichkeiten an der eigenen Börse. So meint denn die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen nach einer hierzulande fleißig herumgebotenen These, alle deutschen Börsen bildeten weithin einen Gesamtmarkt[2]. Selbst eine Zentralisation ohne Zentralbörse wäre demnach überflüssig. Ein Blick in eine Wirtschaftszeitung genügt freilich, um festzustellen, daß eine Zusammenlegung von Parallelmärkten Kurs- und Umsatzeffekte haben würde[3].

---

1) O.V., Problematische französische Börsenreform, in: Börsen-Zeitung, Nr. 73 vom 16. April 1966; t.r., Änderungen am französischen Aktienmarkt, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 111 vom 16. Mai 1967. Die in der Diskussion unter Banken und Börsen gegen eine Zusammenlegung der deutschen Börsen (Plan einer Zentralbörse) vorgebrachten Argumente sind zusammengefaßt bei H.E. Büschgen, Reformpläne für die deutschen Effektenbörsen (Teil 1), in: Blätter für Genossenschaftswesen, 114. Jg. (1968), S. 421 - 424.

2) Umsatzpolizität, Stellungnahme im September 1968 (Hektographie).

3) Am 17. Oktober wurden z.B. BASF in Bremen 251 1/2 G, in Stuttgart 250.1 B notiert, Commerzbank Restquoten waren in München 2.30 B, in Stuttgart 2.30 G, in Düsseldorf 2.30 bG und in Hannover gar 235 G. Deutsche Edelstahlwerke waren in Berlin zu 248 angeboten, in Hamburg zu 250 gesucht (Börsen-Zeitung, Nr. 202 vom 19. Oktober 1968). Diese Aufzählung ließe sich ohne weiteres verlängern; die erwähnten Beispiele ergaben sich beim flüchtigen Durchsehen nur der beiden ersten Seiten der Aktienkursberichte der gerade vorliegenden Nummer der Börsen-Zeitung. Mögliche Kurs- und Umsatzeffekte träten noch deutlicher zutage, würde [illegible] auf die Bekanntgabe von Geld-

notizen bevorzugt.-
In der Regel werden die Märkte bei Marktteilung der größeren Begegnungswahrscheinlichkeit wegen vollständiger geräumt werden (Umsatzerhöhung). In speziellen Situationen kann es jedoch auch an einem zentralen Markt - von Arbitrage abgesehen - nur niedrigere Umsätze, verglichen mit der Summe aller Umsätze an Parallelmärkten, geben (bei - insgesamt - identischen Orderbeständen auf den verglichenen Märkten); Voraussetzungen für diesen Fall ist, daß auf den Parallelmärkten unterschiedliche Kurse notiert werden. Eine solche Umsatzverringerung ist jedoch kein Argument gegen eine Zentralisierung ohne Zentralbörse, sondern gerade auch Sinn einer solchen Regelung: Im ganzen Land soll sich kein Anleger mehr darüber ärgern, daß er gerade an den Börsenplatz mit dem für ihn ungünstigeren Kurs bedient wurde. Daß damit für andere auch Grund zur Freude entfällt, kann - wie oben gezeigt wurde - verschmerzt werden.

II. STRUKTURELEMENTE VON BÖRSEN ALS MITTEL ZUR VERRINGERUNG DER HÄNDLERTRANSAKTIONSKOSTEN

Effektenhändler haben es nicht allein verstanden, die kostensenkenden Effekte der bloßen Konzentration der Ausführung von Teilaufgaben beim Handel mit Wertpapieren auszunutzen, sondern sie haben auch durch eine Fülle von weiteren Vorrichtungen die Ausführung dieser Teilaufgaben so geregelt, daß ein Börsenhändler durch Marktbeobachtung, Partnersuche und Schluß so wenig wie möglich in Anspruch genommen wird. Gäbe es solche Vorrichtungen nicht, sähe sich jeder Börsenhändler trotz örtlicher und zeitlicher Konzentration dieser Teilaufgaben zwei Problemen gegenüber. Zum einen müßte er aus allen denkbaren Abläufen beim Handel für jedes Geschäft jeweils eine bestimmte Verfahrensweise auswählen und diese, soweit sie Rechte und Pflichten der Parteien impliziert, mit seinem Geschäftspartner aushandeln und vereinbaren. Zum anderen wären zwei[1] für jedes Geschäft entscheidende Informationen nicht unmittelbar präsent, sondern müßten erst beschafft werden: Informationen über die Bonität des Partners und Informationen über die augenblickliche Marktlage. Sind potentielle Partner vorhanden, deren Bonität und die Marktlage bekannt und die Verfahrensweise beim Handel geklärt, steht Geschäften nichts mehr im Wege.

Einige Mittel, mit denen diese beiden Probleme gelöst wurden, werden im folgenden allein unter den hier vorherrschenden Aspekten der Rationalisierung des Effektenhandels erörtert. Mögliche Nebeneffekte solcher Mittel werden nicht kommentiert.

---

1) Für beauftragte Händler besteht noch das Problem der Orderübernahme, der Information über die auszuführenden Aufträge.

1. Mittel zur Entlastung von Börsenhändlern bei der Beschaffung für den Handel benötigter Informationen

a) Mittel zur Versorgung der Händler mit Aufträgen

Wenn Börsenhändler an der NYSE oder in Frankfurt Geschäfte abschließen, so führen sie in der Regel Aufträge aus. Ein Händler ist demnach nicht allein durch die Orderausführung, sondern auch durch die Orderübernahme belastet. Um den Händler in die Lage zu versetzen, innerhalb der Börsenzeit auch Spitzenaufkommen von Aufträgen bewältigen zu können, muß auch die Orderübernahme so durchgeführt werden, daß die dafür notwendige Zeit möglichst kurz ist.

Soweit Aufträge noch vorbörslich Börsenhändlern aufgegeben werden können, wird die zur Verfügung stehende Ausführungszeit nicht beschnitten. Es bedarf keiner Erläuterung, daß dementsprechend verfahren wird. Für spezielle Fälle, wie die Aufgabe von Aufträgen zur ersten fortlaufenden Notierung beim Kursmakler[1], von odd-lot-Aufträgen beim odd-lot broker[2] und die Orderaufgabe beim specialist[3], hat die Frankfurter Börse bzw. die NYSE vorgeschrieben sicherzustellen, daß die Aufträge rechtzeitig vorbörslich übergeben werden können[4]. Nicht allein

1) § 4 Abs. 1 Satz 1 Frankfurter Usancen (FU).

2) NYSE-Regulation 123A.22.

3) NYSE-Regulation 123A.20. Jeder specialist ist nach Regulation 123A.31 dementsprechend verpflichtet, dafür zu sorgen, daß spätestens ab 9.30 Uhr Aufträge für ihn aufgegeben werden können. Nach 123A.55 soll er für den Widerruf und die Erneuerung von Aufträgen auch nach Börsenschluß eine Stunde Gelegenheit geben.

4) Diese Regelungen, wie alle Börsenbestimmungen, sind für die Mitglieder aufgrund von § 11 Abs. 2 BO bzw. Art. IX Sec. 6 NYSE-Constitution verbindlich.

die genannten Händler, sondern auch diejenigen, welche die Aufträge übergeben oder übergeben lassen, schaffen sich dadurch Spielraum für die Börsenzeit.

Die Orderübernahme während der Börsenzeit wird den Händlern zunächst einmal dadurch vereinfacht, daß speziell dafür zuständige Mitarbeiter die hauptsächlich über Telefon und Fernschreiber eingehenden Aufträge entgegennehmen und die Übernahme durch die Händler selbst vorbereiten, während die Händler selbst am Markt bleiben. Die sogenannten telephone-clerks der NYSE benutzen dazu Auftragsformulare, deren Größe, Beschriftung und Farbe weitgehend durch die Vorschriften der Börse bestimmt sind[1]. Ähnliches verlangt eine entsprechende Vorschrift der Frankfurter Börse für schriftliche Aufträge, die einem Kursmakler übergeben werden sollen[2].

Die vorbereiteten Aufträge werden dem betreffenden Händler übergeben, nachdem man ihm durch Aufleuchtenlassen seiner Rufnummer[3], durch Rufen oder andere Zeichen herbeigeholt hat. Odd-lot-Händlern und mit Einschränkung auch specialists der NYSE werden Aufträge gewöhnlich durch die Rohrpost zugeleitet. In Frankfurt bedient man sich meist eines Boten, was an der NYSE nur in engen Grenzen erlaubt ist[4]. Die Orderübernahme wird schließlich erheblich dadurch erleichtert und verkürzt, daß standardisierte Auftragsarten und Mustervertragsbedingungen existieren, auf die unten näher eingegangen wird.

---

1) NYSE-Regulations 123A(.23,.25,.75) und 85.50. Vgl. auch G.L. Leffler, a.a.O., S. 177 - 179, 194 - 243, 280 f.

2) § 5 Abs. 2 FU.

3) G.L. Leffler, a.a.O., S. 186, beschreibt detailliert das "annunciator board" - System der NYSE, mit dem die Mitglieder herbeigerufen werden können.

4) NYSE-Regulations 35.20, 123.60.

b) Publikation von Kursen und Geboten im Börsensaal

Wie oben gezeigt, verringert schon die Existenz einer Börse die Kosten eines Händlers für die Information über die Marktlage. Die Informationen über die Marktlage sind an der Börse ex definitione konzentriert, sie stehen auch jedem Händler grundsätzlich zur Verfügung[1], jedoch sind sie an Börsen einfacheren Typs nicht aufbereitet. Um die Zeit zu verkürzen, die Händler brauchen, sich derartige Informationen zu beschaffen, und um dadurch die Produktivität der Händler zu erhöhen, verwenden die Börsen bestimmte Vorrichtungen, durch die Kurse und teilweise auch Gebote sehr leicht zugänglich werden.

Die Frankfurter Börse bedient sich zu diesem Zwecke einer elektrischen Kursanzeigetafel[2] an der Stirnseite des großen Börsensaals sowie einer Kursanzeigetafel im Saal für Renten. Allerdings können nur Daten für 168 Aktien so publiziert werden, während im Jahre 1967 305 Aktien zum amtlichen Börsenhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen waren. Die Kursanzeigetafel für Renten bietet einem noch geringeren Anteil der insgesamt zugelassenen 2086 Werte Platz. So wird die Marktlage in vielen Fällen allein an den Maklerschranken bekannt, teils durch dort angebrachte Zettel, teils durch mündliche Auskunft der Kursmakler.

---

1) Hieraus wird deutlich, daß es hier nicht um die Verringerung von Nachweisrisiken geht. Nachweisrisiken bestehen nur, wenn Informationen wenigstens für einen Teil von Käufern und Verkäufern von Effekten überhaupt nicht zugänglich sind.

2) Eine ausführliche Beschreibung dieser Anlage enthält: Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.), Frankfurter Wertpapierbörse, Geschichte, Organisation, Arbeitsweise, Frankfurt 1964, S. 20 f.

An der NYSE informieren hauptsächlich die Kursanzeiger (indicator dails) an den einzelnen Handelsständen (posts). Für jede normal gehandelte Aktie (active stock) existiert ein solcher Anzeiger, vor dem in diesem Titel gehandelt wird[1]. Der Anzeiger gibt außer dem letzten Kurs an, ob sich zuletzt ein plus-tick oder ein minus-tick ergab[2]. Eine Übersicht über die letzten Kurse, Umsätze und vereinzelt auch Gebote bietet auch der Ticker den Börsenhändlern[3]. Odd-lot-Händler werden ferner durch Lautsprecher und über den Ausdruck von Kursstreifen über die Marktlage auf dem laufenden gehalten[4]. Besondere Vorrichtungen stehen in den von den active stocks abweichend gehandelten Werten zur Verfügung; die Marktlage in active bonds gibt die bond quotation card[5] wieder, die inactive bonds[6] und inactive stocks[7] werden aus den die Gebote repräsentierenden Orderkarten in den cabinets ersichtlich. Cabinets sind metallene, für Gebote in Aktien schubladenförmige, für solche in Obligationen mappenartige Behälter, in welche die Orders einsortiert sind.

---

1) B.E. Schultz, a.a.O., Tafel nach S. 92; G.L. Leffler, a.a.O., S. 181.

2) G.L. Leffler, S. 165, 181, 235. Die Bedeutung dieser beiden Hinweise wird unten im Abschnitt über die Kursstabilisierung erklärt.

3) In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf: S. Robbins, a.a.O., S. 23 - 25; W.J. Eiteman, C.A. Dice und D.K. Eiteman, a.a.O., S. 111 - 114; G.L. Leffler, a.a.O., S. 154 - 162. Das Tickersystem ist so bekannt, daß sich darüber Ausführungen erübrigen.

4) W.J. Eiteman, C.A. Dice und D.K. Eiteman, a.a.O., S. 115 f; vgl. auch Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 199.

5) G.L. Leffler, a.a.O., S. 279; NYSE-Regulation 79A.50.

6) G.L. Leffler, a.a.O., S. 280.

7) Ebda., S. 193.

Außer diesen Vorrichtungen geben die an den Handelsplätzen ihrer Papiere anzutreffenden Kursmakler bzw. specialists Auskunft darüber, zu welchen Kursen sie Papiere aufnehmen oder abgeben.

c) Standardisierung der Bonität der Börsenhändler

Selbst ein vorzüglich über die Marktlage informierter Börsenhändler wird zum Marktpreis ein bestimmtes Geschäft nicht mit jedem beliebigen Partner abschließen wollen. Ein potentieller Partner muß die Gewähr bieten, daß das Geschäft mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit vereinbarungsgemäß und reibungslos erfüllt wird. Andernfalls lohnt es sich an der Börse nicht, mit ihm überhaupt in Verhandlungen einzutreten. An welcher Börse auch immer daher Börsenhändler zweifelhafter Bonität agieren dürfen und wie zutreffend auch immer deren Bonität indiziert sein mag, stets werden Börsenhändler an solchen Börsen dann bei jedem Geschäft entscheiden müssen, wer zum Kreis ihrer potentiellen Kontrahenten gehört und wer nicht[1].

Um die Börsenhändler dieser Bonitätsbeurteilung ihrer Kontrahenten zu entheben und die sonst dafür und für die

1) Im Kassageschäft mag es genügen zu wissen, daß gegenwärtig über die Solvenz des Partners Nachteiliges nicht bekannt ist; die Erfüllung erfolgt ja in der Regel bereits schon nach zwei Tagen. Muß aber erst nach Wochen oder Monatsfrist erfüllt werden, ist das Risiko der Bonitätsverschlechterung sehr viel schwerer abzuschätzen. Vor allem kann der Verlust aus offenen Positionen sehr hoch werden; je länger die Erfüllungsfrist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit großer Kursänderungen bis zum Erfüllungstermin. Aus diesem Grund kennt man im Terminhandel besondere Sicherungen. In diesem Zusammenhang sei nur auf die Ausführungen über die Liquidationskasse bei F. Pook, Bericht der Studienkommission für Fragen des Börsenterminhandels, Frankfurt 1966, hingewiesen (S. 7 - 9, 26 - 29, 40).

Information über die Bonität benötigte Zeit für den Handel selbst nutzbar zu machen, stellen Börsen an ihre Mitglieder wenigstens bei der Zulassung Mindestkapitalanforderungen. Jeder Börsenhändler muß über ein bestimmtes Vermögen verfügen, aus dem sich seine Geschäftspartner im Notfall befriedigen können.

Die NYSE fordert ein Mindestkapital für jedes Mitglied implicite[1] im Zusammenhang mit der Finanzierung des "seat"[2], aus dessen Verkaufserlös notfalls die Ansprüche gegen ein Mitglied nach genau fixierter Rangfolge befriedigt werden[3]. In der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse sind zwar Kapitalanforderungen nicht ausdrücklich erwähnt. Der Börsenvorstand soll aber die Zulassung versagen, wenn zu befürch-

---

1) Ausdrückliche Kapitalanforderungen an Mitglieder mit Publikumsverkehr (Rule 325), an specialists (Regulations 104.20, 104.23) und Registered Traders (Rule 111 und dazugehörige Regulations) sind im Zusammenhang des Anlegerschutzes und der besonderen Funktionen von specialists und traders zu sehen, nicht in dem hier behandelten der Standardisierung zur Erleichterung des Handels.

2) NYSE-Regulations 301.30 - .35. Danach dürfen im Fall der Kreditfinanzierung im Kreditvertrag keine Konkursvorränge des Gläubigers enthalten sein, die verhindern, daß aus dem Erlös bei Verkauf des Sitzes zunächst die Ansprüche der Börse und deren Mitglieder gegen das insolvente Mitglied befriedigt werden können.

3) Art. XI Sec. 3 i.V.m. Art. XIII NYSE-Constitution. Der Preis eines seat beträgt derzeit etwa 500.000 $ (o.V., Rekordpreis für Börsensitze, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 255 vom 1. November 1968). Ceteris paribus reflektiert dieser Preis den durchschnittlichen Umsatz eines Mitglieds und deshalb auch mit Einschränkung dessen Gesamtobligo, das als ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Höhe der Mindestkapitalanforderungen anzusehen ist. Je höher der Umsatz, desto höher der Preis eines Sitzes und umgekehrt. Sehr sinnvoll ist so auch das "Mindestkapital" eines Händler (Marktwert eines seat), soweit der obige Zusammenhang gilt, automatisch um so höher, je höher das durchschnittliche Gesamtobligo ist.

ten ist, daß der Antragsteller nicht in der Lage sein wird, den Anforderungen zu entsprechen, die an ein Börsenmitglied zu stellen sind[1]. Das bedeutet in erster Linie, daß vom Antragsteller unbedingt erwartet werden kann, daß er seine Geschäfte auch jederzeit zu bedienen fähig ist. Mindestkapitalanforderungen bestehen somit auch für die Frankfurter Wertpapierbörse, allerdings können diese nicht als hinreichend präzise angesehen werden[2].

Durch die Standardisierung der Bonität aller Börsenhändler[3] auf einem Niveau, auf dem Bonitätsüberlegungen in aller Regel entbehrlich sind, ermöglichen Börsen es den Händlern, konvenierende Gebote ohne weiteres zu akzeptieren und die Annahme eigener Gebote ohne Rücksicht auf den Geschäftspartner zu bestätigen. Bei der vorgegebenen Bonität ist zu erwarten, daß der Partner jederzeit in der Lage ist, wenigstens seine

---

1) § 17 Abs. 1 BO. Auf die Frage, ob diese Vorschrift überhaupt als geltendes Recht angesehen werden kann, soll hier nicht eingegangen werden. Der Hessische Verwaltungsgerichtshof hat sie als formell grundgesetzwidrig qualifiziert (AZ. OS II 62/63).

2) Vgl. hierzu o.V., Evidenzzentrale für die Börse?, Lehren aus den Spekulationsgeschäften einiger Makler, in: Handelsblatt, Nr. 237 vom 9. Dezember 1968, in Verbindung mit § 15 a der Börsenordnung der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf.

3) Da Kursmakler gemäß § 11 Abs. 1 BO kraft Amtes zum Börsenhandel zugelassen sind, unterliegen sie nicht § 17 BO und damit keinen Mindestkapitalanforderungen. Sofern sie tatsächlich nur makeln, bedürfen sie - von Schadenersatzforderungen aus Maklerverträgen usw. abgesehen - auch keines Mindestkapitals. Da aber alle Kursmakler als Aufgabemakler gem. § 12 FU ermächtigt sind und da die Börse diese Ermächtigung von einer Sicherheitsleistung abhängig macht, ist ein Mindestkapital auch bei Kursmaklern vorhanden. Vgl. hierzu: Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.), Feststellung ..., a.a.O., S. 7.

Börsenverbindlichkeiten abzudecken. Andere als die so auf ihre Bonität geprüften und zugelassenen Händler dürfen weder an der Börse handeln noch als Geschäftspartner aufgegeben werden[1]. Jeder Börsenhändler kann sich infolgedessen auf den Inhalt der abzuschließenden Verträge konzentrieren.

---

1) § 11 Abs. 1 BO, § 12 Abs. 3 FU, § 13 Abs. 1 MO; Art. IX NYSE-Constitution.

2. Mittel zur Entlastung der Börsenhändler beim Handel selbst

Weiß ein Börsenhändler, in welchen Papieren und zu welchen Konditionen er abschließen soll, kennt er die Lage auf den entsprechenden Märkten genau und kann er über die Bonität seiner potentiellen Geschäftspartner unbesorgt sein, bleibt ihm, einen passenden Partner zu suchen und abzuschließen. Generelle Regelungen der Börsen legen auch im Bereich dieser Verrichtungen Verfahren fest, welche die für diese Verrichtungen notwendige Arbeitszeit eines Börsenhändlers sehr stark verkürzt haben.

a) Mustervertragsbedingungen

Art. XII Sec. 1 f der Constitution der NYSE[1] und § 1 Abs. 1 der Frankfurter Usancen (FU) bestimmen fast gleichlautend: Schließen Mitglieder näher bezeichnete Börsengeschäfte[2] ab, so gelten die hierfür von der Börse niedergelegten Bedingungen (Mustervertragsbedingungen) als vereinbart, es sei denn, die Parteien hätten im Einzelfalle etwas anderes verabredet[3]. Indem die Börsen Mustervertragsbedingungen zu Verfügung stellen, ersparen sie ihren Mitgliedern, vor einem Abschluß über an-

---

1) Vgl. auch NYSE-Rule 45.

2) Die Frankfurter Usancen sprechen von Geschäften in zum amtlichen Handel zugelassenen Werten, die einschlägigen Bestimmungen für die NYSE von Kauf, Verkauf und Verpfändung von Effekten sowie von der Vereinbarung von Geld- und Effektendarlehen.

3) Den Börsenbestimmungen unterwerfen sich Börsenmitglieder bei ihrer Zulassung zur Börse. Siehe hierzu Art. IX Sec. 6 NYSE-Constitution und § 11 Abs. 2 BO. § 11 Abs. 2 BO steht zu § 1 Abs. 1 FU in einem gewissen Gegensatz. Die letztgenannte Vorschrift ist die speziellere Vorschrift und daher geeignet, im Wege der durch sie

dere Gegenstände zu verhandeln, als diese Musterbedingungen offenlassen.

An beiden Börsen ist ein Vertrag im fortlaufenden Handel zu Einzelkursen hier und im round-lot-Geschäft dort bereits komplett, wenn die Partner nur über zwei Punkte gesprochen und sich geeinigt haben: über das Objekt des Geschäfts und über dessen Preis. Sofern sich aus den jeweiligen Umständen klar ergibt um welchen Titel es geht[1], ist vor dem Schluß nur eine Verhandlung über den Preis nötig. Beim Handel zu Gesamtkursen (opening-Kurse, Eingangskurse im Großkassageschäft und andere Einheitskurse) wird der Preis nicht einmal mehr für jeden einzelnen Vertrag individuell, sondern für eine Vielzahl von Verträgen gemeinsam bestimmt. Im odd-lot-Geschäft ist schließlich auch der Kurs nicht mehr Gegenstand einer Verhandlung. Der odd-lot-Händler hat nur noch festzustellen, ob er kontrahieren muß oder nicht[2]. Alles andere ist bereits vorgegeben. So schaffen Mustervertragsbedingungen wichtige Voraussetzungen für die geringstmögliche Belastung von Börsenhändlern durch ein Geschäft[3].

Sprechen die Parteien keine bestimmte Menge ab, gilt die in dem Titel übliche Schlußeinheit[4] als vereinbart[5].

---

allgemein zugelassenen Disponibilität selbst zwingend formulierte und wegen § 11 Abs. 2 BO an sich auch verbindliche Vorschriften zu entschärfen.

1) Eine Regelung bei Mißverständnissen darüber, welcher Titel gerade gehandelt wurde, trifft NYSE-Regulation 121A.37.

2) NYSE-Rule 124.

3) Möglichst wenig Verhandlungspunkte sind auch im Hinblick auf den Börsenlärm angezeigt.

4) NYSE-Rules 55 f., § 3 FU. Die jeweils geltenden Mindestschlüsse für den Handel an der Frankfurter Börse finden sich im amtlichen Kursblatt dieser Börse unter der Rubrik "fortlaufende Notierungen".

5) § 3 FU und NYSE-Rule 61.

Als Zeit der Erfüllung des Geschäfts ist in Frankfurt der zweite Börsentag[1] nach Abschluß (bis 12 Uhr) vorgeschrieben[2]. An der NYSE stehen zwar mehrere Erfüllungszeitpunkte zur Wahl, nämlich - von den beiden Formen des Handels "per Erscheinen" abgesehen[3] - "cash-", "regular way"[4] und "seller's option" im üblichen round-lot-Verkehr. Jedoch gilt stets die Erfüllung "regular way" als vereinbart, wenn ein Geschäft abgeschlossen wird, ohne daß auf die Art der Erfüllung ausdrücklich eingegangen wurde (NYSE-Rules 64-66).

Über jeden Schluß werden in Frankfurt noch am selben Tag von den Maklern "Schlußscheine" ausgestellt oder bei Abschlüssen ohne Makler "Bestätigungen" ausgetauscht (§ 11 FU). NYSE-Schlüsse dagegen werden in der Regel nicht in dieser Weise fixiert[5]. Selbst ein specialist muß nur dann seinen Auftraggebern berichten, daß der ihm anvertraute Auftrag ausgeführt ist, wenn diese beim Schluß selbst nicht anwesend oder durch andere als den specialist vertreten waren[6].

---

1) § 36 Abs. 1 FU findet sich die Definition "Börsentag im Sinne der Frankfurter Usancen".

2) Obwohl § 14 FU diese Erfüllung zwingend vorschreibt, scheinen abweichende Vereinbarungen vorzukommen. Dies ist schon § 27 Abs. 4 zu entnehmen. Vgl. hierzu: o.V., Frankfurter Börse verschärft die Erfüllungsbestimmungen, in: Handelsblatt, Nr. 149 vom 8. August 1966, und o.V., Evidenzzentrale für die Börse?, in: Handelsblatt, Nr. 237 vom 9. Dezember 1968.

3) "When issued", "When distributed" (NYSE-Rule 63). Vgl. hierzu auch Rule 137, insbes. das für solche Verträge vorgesehene Formblatt (CCH, Hrsg., New York Stock Exchange Guide, § 2137A.30, S. 2775).

4) Seit Februar 1968 bedeutet "regular way" nicht mehr Erfüllung am vierten Börsen- und Bankwerktag (vgl. hierzu Rule 12) nach dem Abschlußtag, sondern am fünften (CCH, Hrsg., a.a.O., Report Letter Nr. 142, S. 1).

5) Financial Handbook, a.a.O., Sec. 10, S. 16.

6) NYSE-Regulation 123A.31. Vgl. aber NYSE-Rules 131 - 136.

Die Mustervertragsbedingungen geben auch an, auf welchen Wegen erfüllt werden soll. In Frankfurt sollen die Geschäfte über den Frankfurter Kassenverein (§ 15 Abs. 2 FU), NYSE-Geschäfte sollen über die Stock Clearing Corporation (Art. XII Sec. 3 NYSE-Constitution)[1] abgewickelt werden. Diese Zentralisierung der Erfüllung auf eine einzige Stelle und die clearingmäßige Abwicklung von Zahlungen und von Effektenlieferungen nach genau festgelegten Verfahren[2] ermöglichen eine äußerst rationelle Erfüllung.

Für manche Verträge wird von Bedeutung sein, wann mit einem Titel verbundene Nebenrechte und Nebenpflichten auf dessen Käufer übergehen. Auch hier schaffen die Usancen klare Verhältnisse, indem sie als Übergangszeitpunkt in der Regel den Zeitpunkt des Schlusses bestimmen[3] und damit sichern, daß die Geschäfte reibungslos abgewickelt werden.

---

1) In diesem Zusammenhang sei auf die Unterlagen zur Stock Clearing Corporation in CCH (Hrsg.), a.a.O., S. 4501 - 4663, und auf W.J. Eiteman, C.A. Dice und D.K. Eiteman, a.a.O., S. 259 - 275 hingewiesen.

2) Festgelegt wor allem in den Stock Clearing Corporation Rules bzw. den Geschäftsbedingungen der Frankfurter Kassenverein AG.

3) § 25 FU; NYSE-Rules 237-259. Rule 237 jedoch läßt das Stimmrecht grundsätzlich noch bis zur Lieferung dem Verkäufer. Diesem stehen bei Stückzinsberechnung an der NYSE auch diese Zinsen bis zum Tag der Lieferung zu.(NYSE-Rule 241). Nach deutscher Usance dagegen ist Stichtag auch für die Stückzinsberechnung der Schlußtag (Schneider-Dahlheim, Usancen der deutschen Wertpapierbörsen, Darmstadt, o.J. (Loseblattsammlung), Bekanntmachung der Börsenvorstände u.ä., S. 2; K. Wohlfarth und S. Bley, a.a.O., S. 299; § 7 FU bringt diese Regelung, wenn auch nicht unmißverständlich, ebenfalls zum Ausdruck.
Die deutsche Regelung ist nur so lange sinnvoll, wie in Deutschland überwiegend nur nach zwei Börsentagen erfüllt wird, sieht man von Börsenfeiertagen ab. Der

Bestehen in Bezug auf den Inhalt des Vertrages bei den Parteien unterschiedliche Auffassungen, so kann die Partei, der dies bekannt wird, in der Regel nur innerhalb sehr kurzer Fristen Einwendungen erheben[1]. Kommt es zwischen den Parteien zu Differenzen, ist in den Muster bedingungen teilweise auch dafür vorgesorgt. Einige bekannte Streitpunkte sind in den Bedingungen bereits vorsorglich geregelt. So ist z.B. ausführlich fixiert, welche Effekten lieferbar sind[2]. Erfüllt eine Partei

---

Käufer bekommt schon Zinsen, obwohl er noch nicht geleistet hat, aber als Verkäufer dann einmal - im Normalfall für die Zeit von zwei Tagen - keine Zinsen mehr, obgleich er noch keine Gutschrift hat. Bei unterschiedlichen Erfüllungszeiten entfällt dieser automatische Ausgleich. An der NYSE, wo wahlweise "cash", "regular way" oder "seller's option" abgeschlossen werden kann, brächte eine solche Usance überflüssige Schwierigkeiten mit sich. Die NYSE trägt dem Rechnung und befreit dadurch Renteninteressenten davon, sich zu überlegen, um welchen Betrag sie der Stückzinsen wegen alternative Kauflimite "regular way" oder gar "seller's option" gegenüber dem Kauflimit "cash" reduzieren müßten. Unter deutscher Usance, die dem Effektenabrechner die Mühe nimmt, den Erfüllungstag festzustellen, wären solche Überlegungen am Platze. (Sind andere Faktoren nicht entscheidungsrelevant, kauft man in Frankfurt Renten am besten donnerstags und verkauft sie irgendwann bis Mitte der Woche.)

Schließlich sei noch darauf hingewiesen, daß für Termingeschäfte der durch § 3 der Verordnung über die Feststellung des Börsenpreises von Wertpapieren vom 17. April 1967 aufgehobene § 6 der Bekanntmachung betreffend die Feststellung des Börsenpreises von Wertpapieren vom 21. November 1912 der NYSE-Regelung entsprach.

1) Vgl. z.B. §§ 11 Abs. 3, 19 Abs. 2 FU; NYSE-Rules 268 - 270.

2) §§ 17, 18, 21 FU. Ferner sei vor allem auf die "Richtlinien für die Lieferbarkeit beschädigter, amtlich notierter Wertpapiere" vom Oktober 1966 in Schneider-Dahlheim, a.a.O., Bekanntmachung der Börsenvorstände u.ä., S. 33 ff hingewiesen (siehe dort auch S. 5, 16, 18, 23, 27 f). Auf S. 33 heißt es beispielsweise, ein Papier sei trotz Löchern noch lieferbar, nach einer einmaligen Lochung (durch Briefloch) "des Mantels im normalen Abstand vom Rand und der beiden Löcher untereinander ..., auch wenn hierbei die Randguilloch beschädigt" wurde. Für die NYSE siehe Rules 145 - 225.

nicht rechtzeitig oder ist mit Erfüllung z.B. wegen Insolvenz nicht zu rechnen, kann die Gegenpartei sich nach genauen Vorschriften einen Ersatzpartner im Wege der Zwangsregulierung suchen[1]. § 27 Abs. 4 FU erklärt jedes Geschäft für aufgehoben, aufgrund dessen keine Partei bis zum achten Börsentag nach Abschluß der anderen Partei gegenüber irgendwelche Schritte unternahm[2]. Eine NYSE-Regulation bestimmt, daß bei Streitigkeiten hinsichtlich der Zahl der Titel, über die ein Vertrag lautet, der Vertrag über die kleinere Menge abgeschlossen gilt, falls keine der Parteien einen Zeugen stellen kann[3]. Andere Streitigkeiten über Gebote sollen in ähnlichen Fällen einem Floor Official vorgelegt werden[4]. Schaffen all diese vorsorglichen generellen Regelungen keine Klarheit mehr[5] und können die Parteien ihre Differenzen auch nicht selbst überbrücken, müssen den Mustervertragsbedingungen[6] entsprechend das erkennende Schiedsgericht[7], der Gutachterausschuß[8] oder der Board of Arbitrators[9] die Strei-

---

1) Die Bestätigung eines Geschäfts gemäß § 11 Abs. 1 und 2 FU kann nicht als ein solcher Schritt gewertet werden, da ohne solche Bestätigung ein Geschäft bereits nach Beginn der nächsten Börsensitzung als im Zweifel gar nicht zustandegekommen gilt.

2) §§ 13 Abs. 2, 27 - 31 FU; NYSE-Rules 281 - 294.

3) NYSE-Regulations 75.10.

4) NYSE-Rule 75.

5) Das Verfahren vor diesen Streitigkeiten in der Regel abschließend entscheidenden Gremien regelt die Schiedsgerichtsordnung bzw. Art. 12 NYSE Constitution und NYSE-Rules 481 - 491.

6) § 38 Abs. 1 FU, § 19 Abs. 1 FU; Art. XII NYSE-Constitution.

7) § 28 Abs. 1 und 2 BO, § 3 Abs. 1 Schiedsgerichtsordnung der Frankfurter Wertpapierbörse.

8) § 28 Abs. 3 BO.

9) Art. VIII NYSE-Constitution.

tigkeiten schlichten. Alle diese Vorschriften dienen einer raschen und ereignisnahen Klärung aktueller und potentieller Streitigkeiten und tragen so zu einer Verringerung der Händlertransaktionskosten bei.

b) Standardisierung der Aufträge[1)]

Das Ziel eines Börsenhändlers beim Handel pflegt der Abschluß von Verträgen über eine Effektentransaktion zu sein, für welche die Mustervertragsbedingungen gelten. Auf solche Verträge sind auch die Aufträge zugeschnitten, die er sich von Kunden erteilen läßt oder selbst Maklern erteilt. Alles was die Mustervertragsbedingungen fixieren, ist auch bereits in den Aufträgen entbehrlich. Sofern mehrere Musterverträge zur Wahl stehen, muß der Auftrag nur den Mustervertragstyp nennen. Ein Ausdruck genügt, den gewünschten Typ zu kennzeichnen.

Schon aus den Mustervertragsbedingungen resultiert demnach eine Standardisierung der Aufträge. Eine Rationalisierung darüber hinaus bedarf der Standardisierung der spezifischen Orderbestandteile. Unter speziellen irrealen Voraussetzungen, nämlich einer Börse für nur einen Titel mit festem Kurs, einem Vertragstyp und einem Auftragstyp, wäre ein Auftrag allein durch "kaufen" oder "verkaufen" vollkommen bestimmt. Die damit vereinbarten Bedingungen wären den Parteien bekannt. Der beauftragte Händler hätte diese Bedingungen bereits im Kopf. Die

1) Wie im Abschnitt a) geht es hier um Mustervertragsbedingungen. Waren es dort Mustervertragsbedingungen für oben näher bezeichnete Geschäfte, sind es hier solche für Aufträge. Wenn im folgenden von Mustervertragsbedingungen gesprochen wird, sind damit aber nur die im letzten Abschnitt beschriebenen gemeint.

Zeit, die er benötigte, um sich mit dem Inhalt des Auftrags vertraut zu machen, sei es bei der Orderübernahme, sei es später beim Handel, wäre daher minimal. Mehr als dieses denkbare Minimum an Zeit braucht der Händler unter realistischen Voraussetzungen. Art und Menge der gewünschten Titel, Bestimmungen über Kurse, die ein Auftraggeber zu akzeptieren bereit ist, Bedingungen über die Wirksamkeit des Auftrages, Gültigkeitsdauern und spezielle Anweisungen, an welchem Markt auszuführen ist, sind im wesentlichen neben "kaufen" oder "verkaufen" die Auftragsbestandteile, die von Order zu Order gewöhnlich differieren.

Vom Auftraggeber kann aber nicht immer jede mögliche Ausprägung dieser variierbaren Bestandteile nach Belieben ausgewählt werden, sondern sein Wahlrecht wird auf eine bestimmte, genau gekennzeichnete Gruppe dieser Ausprägungen beschränkt, auf die Standardelemente von Aufträgen. Für diese standardisierten, den Händlern genau bekannten Auftragselemente bestehen, soweit es nötig ist, einheitliche Kurzbezeichnungen, die Verwechselungen erschweren. So kann sich jeder Händler blitzschnell und kurzfristig über den jeweiligen Auftrag informieren und weisungsgemäß disponieren. Die Gefahr einer nicht auftragsgemäßen Ausführung ist dadurch sehr vermindert; es wird nach bekanntem Schema und nach dessen bekannten Varianten verfahren.

Hinsichtlich der Art der Transaktion und der Art des zu handelnden Titels müssen alle bei diesen Auftragsbestandteilen möglichen Ausprägungen gewählt werden können und insofern kommen als Mittel der Rationalisierung nur Kurzbezeichnungen infrage ("Geld", "Brief", "buy", "sell" - Börsennamen wie Bekula, Elikraft usw., Wertpapierkennummern).

Bei allen anderen Auftragselementen bestehen aber Standardisierungen. Schon bei der zu handelnden Menge wird dies deutlich: Nicht jede stückelungsmäßig darstellbare[1] Menge kann in gleicher Weise gehandelt werden. Im fortlaufenden Handel und im round-lot-Handel verkehren grundsätzlich nur Posten in Höhe eines Einfachen oder Vielfachen des Mindestschlusses[2]. Entsprechend gibt es auch nur bestimmte Kurshöhen wegen der vorgeschriebenen Kursfraktionen[3]. Hinsichtlich der Kursbestimmungen, die ein Auftraggeber zu akzeptieren bereit ist, kennt man an der Frankfurter Börse wie an der NYSE ähnliche Standardelemente wie "bestens" ("at the market","limitiert", "zum ersten Kurs"[4][5]. Als Standardelemente

---

1) Aufträge über nicht handelbare Beträge sind an der Frankfurter Börse in Höhe des nächstniedrigeren handelbaren Betrages auszuführen (§ 8 Abs. 3 FU).

2) NYSE-Rule 61 und zugehörige Regulations. Nach 61.20 können auch "uneven amounts" im round-lot-Handel angeboten oder gesucht werden (vgl. dagegen § 8 Abs. 2 FU). Als Standardelement der Mengenbestimmung eines Auftrags ist übrigens auch anzusehen, daß der Auftrag teilweise ausgeführt werden darf, es sei denn, es war "all or none" geordert.

3) Auch Mindestkursvariation oder minimale Kursabstufung genannt. An der NYSE beträgt sie gemäß Rule 62 im Normalfall 1/8 $, in Frankfurt 1/8 % oder in stücknotierten Titeln 0,10 DM. Die Frankfurter Wertpapierbörse hat hierüber jedoch keine Bestimmungen veröffentlicht. Insbesondere zur Terminologie vgl. auch § 11 der Börsenordnung der Zürcher Effektenbörse.

4) § 2 Abs. 1 und § 4 FU; NYSE-Rule 13, NYSE-Regulation 123A.20. "Bestens" und auch "limitiert zu ..." implizieren, wie es der Ausdruck "bestens" schon sagt, daß der Mandatar versuchen soll, den für den Mandanten bestmöglichen Kurs zu erhandeln.
Was damit aber gemeint wird, ist mindestens in den Vereinigten Staaten kontrovers. Insofern kann nur mit Einschränkung von einem Standardelement gesprochen werden. Die technische Auslegung, nach der sobald wie möglich und erst dann so preisgünstig wie möglich ausgeführt werden muß, kommt den bestehenden Usancen an der Frank-

sind auch die wenigen üblichen Gültigkeitsdauern[1] der Auftragsverhältnisse anzusehen. Ferner sind nur einige Möglichkeiten vorgesehen, einen besonderen Markt an der Börse zu bestimmen. So kann man z.B. in Frankfurt unter bestimmten Voraussetzungen die Ausführung im Großkassahandel ausführbarer Orders im entsprechenden Kleinkassa-

---

furter Wertpapierbörse und an der NYSE wohl am nächsten. Nach dieser Auslegung vorgehen zu dürfen, ist für den Beauftragten auch am angenehmsten, er trägt so das geringste Risiko. Würde er in erster Linie so preisgünstig wie möglich ausführen wollen und ließe deshalb einen an sich ausführbaren Auftrag liegen, weil er z.B. glaubt, zu höheren Kursen verkaufen zu können, wird dann aber durch einen Kursrückgang überrascht, hat er selbst die Folgen des Abwartens zu tragen. Im Fall des günstigen Ausgangs dagegen kämen diese Folgen allein dem Kunden zugute. In diesem Zusammenhang sei besonders hingewiesen auf: Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 72 - 74. Vgl. auch SEC, Report on the Feasibility and Advisability of the Complete Segregation of the Functions of Dealer and Broker, Washington 1936, S. 25 - 28, zitiert nach: L. Loss, a.a.O., 2. Bd., S. 1202.
Inhalt des Standardelements "limitiert" ist auch, an welcher Größe das Limit zu messen ist (z.B. Kurs "flat" oder unter Berechnung von Stückzinsen). Als zwei der NYSE-Spezialitäten der Kursbestimmungen in Aufträgen seien noch die sell "plus" order und die buy "minus" order erwähnt.

5) Anders als in Frankfurt, wo die Ordertypen im Handel mit Kleinposten wenigstens hinsichtlich der Regelung des vom Auftraggeber vorbestimmten Rahmens möglicher Abschlußkurse die üblichen sind, gibt es für den odd-lot-Handel an der NYSE diesbezüglich eine ganze Reihe besonderer Standardelemente, auf die hier nicht im einzelnen eingegangen wird. Diese Elemente sind genau wiedergegeben in NYSE-Rule 124.

1) In Frankfurt in aller Regel Tages- und Monatsaufträge (§ 5 FU); an der NYSE hauptsächlich good 'til cancelled orders (GTC) und day orders (Rule 13). GTC orders gelten, sofern sie nicht widerrufen werden, bis Semesterende (Ultimo April oder Oktober). Aufträge mit anderen Gültigkeitsdauern sollen einem specialist nicht übergeben werden (Regulation 123A.55). Die Mitglieder sind im übrigen aufgefordert, bei ihren Kunden darauf hinzuwirken, daß GTC orders gegeben werden (Regulation 123A.20).

verkehr[1] verlangen[2].

Schließlich gibt es als Standardelemente einige Bedingungen, deren Eintritt einen Auftrag entweder erst voll wirksam werden läßt oder aber als Widerruf des Auftrags gilt. Im deutschen Börsenhandel gibt es Standardelemente dieser Art nicht[3]. An der NYSE spielen sie dagegen eine erhebliche Rolle. Der bekannteste nach einer solchen Be-

---

1) In der üblichen Ausdrucksweise wird der sogenannte amtliche Handel in Handel zum Einheitskurs oder zum Kassakurs (auch Einheitsmarkt oder Kassamarkt) und Handel zur fortlaufenden Notiz untergliedert. Da unter den fortlaufenden Notierungen auch Einheitskurse sind und die fortlaufenden Kurse genauso Kassakurse sind wie die sogenannten Kassakurse, ist diese Unterscheidung wenig glücklich. Statt von Handel zu fortlaufenden Notierungen oder Kursen wird auch genauso unzutreffend von Handel zu individuellen, variablen, festen, Ultimo-, Einzel-, Schwankungs- usw. Kursen gesprochen. Manche dieser Ausdrücke waren allerdings unter historischen Verhältnissen durchaus kennzeichnend. Heute empfiehlt es sich meiner Meinung nach, von "Großkassahandel" und von "Kleinkassahandel" zu sprechen, wenn ein Titel sowohl "fortlaufend" als auch "zur Kasse" verkehrt. Der Handel in sogenannten Kassawerten, in Titeln, die nicht fortlaufend notiert werden, ist allerdings keineswegs als Kleinkassageschäft, sondern als "einheitlicher Kassahandel" zu bezeichnen. Nach dieser Ausdrucksweise ist amtlicher Handel einesteils Großkassahandel und Kleinkassahandel und anderenteils einheitlicher Kassahandel.

2) § 8 Abs. 2 FU.

3) Aufträge mit solchen Bedingungen können freilich vereinbart werden. So sollen z.B. mitunter Aufträge, bestens zu verkaufen, an den Eintritt der Bedingung geknüpft sein, daß das betreffende Papier mit Doppelplus angekündigt wird.

dingung der ersten Art benannte Auftragstyp ist die stop order[1]. Daneben sei noch die time order erwähnt[2]. Der Eintritt der Bedingung gilt als Widerruf bei der alternative order (Widerruf des nach Kauf oder Verkauf noch nicht ausgeführten Verkaufs- bzw. Kaufauftrags), immediate or cancel order und fill or kill order.

Unter den bis hierher aufgeführten Standardelementen kann der Auftraggeber wählen. Dies ist bei anderen Auftragsbestandteilen grundsätzlich nicht möglich. Solche festen Auftragsbestandteile sind die Bestimmungen, daß insbesondere auf Limite unerledigter Aufträge Abschläge erfolgen oder daß diese Aufträge aufhören, gültig zu sein, falls vom georderten Titel Zins oder Dividendenansprüche, Bezugsrechte oder andere Rechte abgespalten werden[3]. Ferner werden alle Aufträge zu bestimmten Terminen ungültig, sofern sie dann nicht erneuert werden[4]. Als fixiert ist auch die erfolgsabhängige Provision für die Auftragsausführung anzusehen (je nach Auftraggeber Anleger- oder Mitgliederprovision), ferner Art und Um-

---

1) Stop orders werden je nach ihrem Zweck auch entweder stop profit orders oder stop loss orders genannt. Je nach der Position des Auftraggebers kann es sich in beiden Fällen um stop orders to buy oder um stop orders to sell handeln. Vgl. hierzu M. Weaver, The Technique of Short Selling, Revised Edition, Palisades Park 1963, S. 34 - 40. Dies wird nicht bei allen Autoren deutlich. Vgl. hierzu J. Puhl, Kapitalanlage in den USA-Wertpapieren, München 1956; L. Loss, a.a.O., S. 1202.

2) NYSE-Rule 13. Dies sind Aufträge, die eine Bestimmung enthalten, daß sie erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit voll wirksam werden.

3) § 6 FU; NYSE-Rule 118 und zugehörige Regulations. Allerdings stellen die NYSE den Dividendenabschlag, aber nur diesen, in das Belieben der Auftraggeber ("do not reduce" order) nach Rule 13.

4) An der Frankfurter Börse ist - wie bereits erwähnt - ein solcher Termin jeder Monatsultimo (§ 5 Abs. 2 FU), an der NYSE jeder Semesterultimo (Regulation 123A.55).

fang der Rechenschaftslegung, die Haftungsbestimmungen u.a.m.[1].

Während solche in allen Aufträgen enthaltenen Bestandteile im Auftrag keinerlei Erwähnung bedürfen, werden die nach Wahl des Kunden in den Auftrag aufgenommenen Elemente besonders gekennzeichnet. Allerdings verfährt man dabei so, daß die am häufigsten gewählten Elemente als im Auftrag enthalten gelten, wenn anderes nicht bestimmt ist, und deshalb gleichfalls nicht erwähnt werden. So gelten in Frankfurt wie an der NYSE Aufträge ohne einschlägige Angabe als "bestens"[2], an der NYSE Aufträge ohne Angabe der Erfüllungsfrist als "regular way" aufgegeben[3].

Börsenmitgliedern steht es zwar grundsätzlich frei, mit ihren Kunden besondere Aufträge zu vereinbaren. Sie laufen dann aber die Gefahr, diese Aufträge nicht oder nur beschränkt anderen Mitgliedern zur Ausführung übertragen zu können[4]. Je mehr die Aufträge von den vorgeschriebenen Auftragstypen abweichen, desto weniger passen sie in den Mechanismus des institutionalisierten Handels und

---

1) Hier zu nennen sind auch die im allgemeinen Zivilrecht konzipierten Musterverträge für Auftragsverhältnisse, soweit sie nicht durch allgemeine Geschäftsbedingungen und durch Börsenregelungen substituiert oder konkretisiert sind.

2) § 2 Abs. 2 FU; G.L. Leffler, a.a.O., S. 179.

3) NYSE-Rule 64.

4) Vgl. z.B. § 2 FU; NYSE-Regulations 123A.44, 123A.55. Auf bestimmte Regelungen, die ausschließlich für Auftragsverhältnisse zwischen Mitgliedern gelten, wird hier nicht besonders eingegangen. Auch sie sollen dazu beitragen, daß ein Auftrag in kürzestmöglicher Verhandlung einem anderen Mitglied erteilt werden kann und daß jeder, der unerledigte Aufträge in den Händen hält, sich jederzeit blitzschnell über seine Aufträge genau ins Bild zu setzen und entsprechend zu handeln vermag. Lediglich auf NYSE-Rules 72 I (h) und 117 sowie auf die NYSE-Regulations 115A.20 und 117.10 sei hingewiesen.

desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, daß der Auftrag nur unter außergewöhnlichen Kosten ausgeführt werden kann. Mitglieder haben daher in der Regel kein Interesse an von den börsenfähigen Typen abweichenden Aufträgen.

c) Sonstige Mittel zur Entlastung der Händler bei Anbahnung und Abschluß von Geschäften

Eine Reihe weiterer Börsenbestimmungen regelt die kritische Phase des Effektenhandels an der Börse, in der es unmittelbar um das Auffinden eines Geschäftspartners geht und die mit dem Schluß endet. Diese Phase ist durch Verhandlungen der Partner gekennzeichnet, die aber in vielen Fällen durch besondere Abstimmungssysteme substituiert sind. Auch viele Vorschriften über das Verhalten von Börsenhändlern in dieser Phase tragen dazu bei, die Zeit zu verkürzen, die ein Händler für einen Abschluß benötigt.

Die Kosten der Partnersuche werden nicht nur, wie oben ausführlich dargestellt, dadurch reduziert, daß ein Verbandbetrieb Effektenbörse als Gesamtgebilde errichtet wird. Den gleichen Effekt wie diese Ausgliederung und einfache Konzentration gleichartiger Teilaufgaben hat in dieser Hinsicht neben der gerade beschriebenen Standardisierung der Teilaufgaben durch Standardisierung der Aufträge und Vertragsbedingungen die strenge Konzentration dieser Aufgaben an der Börse.

An der NYSE wird diese strenge Konzentration des Handels in einem bestimmten Titel auf einen ganz bestimmten kleinen Platz im Börsensaal schon durch die Existenz der Kur-

anzeiger[1] gewährleistet. Nur dort sind die allerletzten Informationen erhältlich[2]. Außerdem befindet sich vor ihnen wenigstens ein potentieller Partner, der specialist des betrachteten Titels. Darüber hinaus ist vorgeschrieben, daß relativ umsatzschwache Titel, nämlich alle bonds und cabinet stocks (inactive stocks), an ganz genau umrissenen Plätzen gehandelt werden müssen[3].

Die Kursanzeigetechnik der Frankfurter Wertpapierbörse führt im wesentlichen nur zu einer Verteilung des Aktienhandels einerseits und des Rentenhandels andererseits auf die beiden Säle. Die Konzentration des Handels auf eng begrenzte Plätze bewirkt am ehesten die Existenz der Kursmakler, die an den Schranken ihre bekannten Standorte haben und denen bestimmte Titel grundsätzlich für ein Jahr zugeteilt sind (§ 10 MO). In dem mit 25 m auf 35 m großen Hauptsaal der Frankfurter Börse, der nur etwa halb so groß ist wie der Floor der NYSE, bedarf es auch weniger einer strengen Konzentration. Auch der im Vergleich zu dem der NYSE bescheidene Geschäftsverkehr erlaubt den Handel im allgemeinen nicht nur auf engstem Raum. Der Großkassahandel findet dementsprechend auch vielfach nicht nur in unmittelbarer Nähe des jeweils zuständigen Kursmaklers statt. Beim einheitlichen Kassahan-

---

1) Siehe oben, Abschnitt 1b.

2) Über den Ticker kommen die letzten Kurse auch im Normalfall mit einer gewissen Verzögerung. Außerdem ist der gesuchte Kurs höchstens zufällig auf der Laufschrift; die Informationszeit ist folglich regelmäßig länger.

3) NYSE-Regulation 79A.60, Rule 85(a). Für den bond-Handel sind in den Fußböden achteckige Messingringe eingelegt. Genau innerhalb dieses Ringes hat sich der Handel zu vollziehen. Vgl. hierzu auch G.L. Leffler, a.a.O., S. 274, 278, 281; B.E. Shultz, a.a.O., S. 161.

del und beim Kleinkassahandel ist dagegen strenge Konzentration üblich; dieser Handel, in diesem Zusammenhang im wesentlichen das sogenannte Kursmachen, liegt ja ganz überwiegend in den Händen der Kursmakler. Außerdem ist er auf einen Teil der Börsenzeit beschränkt. Ab 12.30 Uhr wird Titel auf Titel in bekannter Reihenfolge gehandelt.

Die für eine Verhandlung, Schluß und evtl. daran anschließende Auseinandersetzungen benötigte Zeit wird unter sonst gegebenen Bedingungen um so kürzer sein, je leichter es den Händlern gemacht wird, sich unmißverständlich auszudrücken. Dies ist der Grund dafür, daß teils durch kodifizierte Bestimmungen, teils durch Bräuche genau fixiert ist, was ein Händler zu sagen hat, will er bestimmte Absichten kundtun oder umgekehrt, was ein Händler meint, wenn er bestimmte Ausdrücke verwendet. Die bekanntesten Ausdrücke der Börsensprache sind die Floskeln für Gebote und deren Annahme. Gingen z.B. Zellstoff-Waldhof-Aktien kurz zuvor zu 102 um, so lautet ein Verkaufsgebot in Frankfurt möglicherweise "6 Zellwald 2 Brief", d.h. der Ausrufer möchte einen Posten Zellwald Aktien von 6.000 DM nominal zu 102 verkaufen; die Annahmefloskel hierzu heißt "von Ihnen" (umgekehrt: "6 Zellwald 2 Geld", "an Sie"). Insbesondere dann, wenn mehrere Händler annehmen, wird eine Bestätigung nötig; riefen mehrere Händler "von Ihnen", wird der Anbieter auf den weisen, der zuerst akzeptierte, und dann sagen: "An Sie" (umgekehrt: "Von Ihnen"). An der NYSE ist in der Regel klar, welcher Titel gehandelt wird. Daher lautet ein Verkaufsgebot (Kurs für US-Steel zuvor 75 1/8) nur "300 at 1/4", das mit "take it" akzeptiert wird (unübliche Bestätigung: "sold"). Wer kaufen will, sagt "5 for 300", wer "sold" ruft, hat angenommen (Bestä-

tigung: "take it")[1]. Daneben existieren aber noch eine ganze Reihe von Spezialausdrücken mit ähnlich fest umrissener Bedeutung. "Hoechster 280 aussuchen" bedeutet z.B. zugleich "280 Geld" und "280 Brief"[2]. Da keine Menge genannt ist, verpflichtet sich der Ausrufer, wenigstens 50 Stück zu nehmen oder zu geben. Der Zweck dieses öffentlichen Ausrufens kann zum einen sein, einen Markt in diesem Titel zu machen und den Kurs bei 280 zu halten, zum anderen mag der Ausrufer zu erfahren versuchen, wie etwa die Marktkonstellation ist[3].

Den Handel erleichtern auch die Bestimmungen, nach denen es stets unbedingt verbindlich ist, wenn Börsenhändler Gebote abgeben oder annehmen[4]. Das sichert den schnellstmöglichen Abschluß; mehr als ein Angebot und zugehörige Annahme sind überflüssig. Unverbindliche Meinungsäußerungen, bloße Äußerungen über mögliche Gebote, bloße Aufforderungen zum Vertragsabschluß, halten nur auf. Daß Gebote auch teilweise akzeptiert werden können[5], erleichtert die Partnersuche ungemein; es wäre eine große Erschwernis, müßten vorhandene, durch Standardisierung vor-angeglichene Ge-

---

1) B.E. Shultz, a.a.O., S. 112 f.;G.L. Leffler, a.a.O., S. 191; M. von Waldhausen, Handbuch des amerikanischen Stockbrokergeschäfts, Frankfurt 1963, S. 123, nennt fehlerhaft als Annahmeformel eines Verkaufsgebots "sold", als die eines Kaufgebots "take".

2) K. Wohlfarth, S. Bley, a.a.O., S. 212.

3) H. Lipfert, Psychologie des Devisenmarktes (I), in: ZfgK, 20. Jg. (1967), S. 318 f., interpretiert diese Floskel als plumpen Versuch, die Position des Gesprächspartners aufzudecken, der Aversionen dieses Partners im Gefolge haben dürfte. Dieser Auslegung kann nur insoweit zugestimmt werden, als das Angebot auszusuchen einem bestimmten Einzelnen gegenüber abgegeben wird, nicht aber gleichzeitig einer Vielzahl von Händlern gegenüber in aller Öffentlichkeit des Börsensaals.

4) § 3 FU; NYSE-Rule 79 schränkt diese Bindung auf den Kreis der Gebote und Annahmen ein, die den Börsenbestimmungen genügen. Für cabinet-Gebote siehe auch Regulation 85.32.

5) Die Frankfurter Börse hat diese Usance allgemein nicht fixiert. Sie ergibt sich aber aus § 25 Abs. 1 BO und § 10 FU. NYSE-Rule 61 läßt allerdings all-or-none-Gebote bei 50 bonds und mehr zu (nominal 50.000 $).

bote anders als selbst beim Preis hinsichtlich der Menge ganz genau aufeinander abgestimmt sein.

Verkürzt werden Verhandlungen weiter durch die vorgegebenen möglichen Kursabstufungen. Werden Titel z.B. zu 57 1/2 angeboten, ist jedem daran interessierten Effektenhändler klar, daß sein letztes Verhandlungsgebot im allgemeinen 57 3/8 lauten wird. Dann muß abgeschlossen werden, oder die Verhandlung war erfolglos. Um irgendwelche Kurszugeständnisse innerhalb der Kursfraktionen wird nicht verhandelt. Da die Zahl möglicher Ausrufe durch die vorgeschriebenen Kursfraktionen sehr stark begrenzt wird und jeder Empfänger mit genau diesen Ausrufen rechnet, erleichtern die Kursfraktionen auch die eindeutige Verständigung, was im Börsenlärm durchaus Bedeutung hat.

Ähnlich wie die Regel, daß Gebote immer verbindlich sind, halten auch andere Vorschriften überflüssige und vom Handel ablenkende Äußerungen vom Markt fern. So sollen an der NYSE Verkaufsofferten (Kaufgebote) unterbleiben; wenn der interessierende Titel bereits zu einem niedrigeren Kurs angeboten (höheren Kurs gesucht) wird als in dem zu unterlassenden Gebot[1]. Niemand soll sich ferner bereit erklären, einen Titel zu einem höheren Kurs als angeboten zu kaufen. Auch soll niemand einen Titel zu einem niedrigeren Kurs, als er bereits gesucht wird, anbieten[2], da

---

1) NYSE-Rule 70; dieser Grundsatz kommt aber z.B. auch in Regulation 79A.50 zum Ausdruck.

2) NYSE-Rule 70; dieses Verfahren böte sich allerdings auch für eine exhibitive Kursmanipulation an; die wiedergegebene Regelung ist daher ein Mittel zur Verringerung der Händlertransaktionskosten und auch zum Abbau von Nachweisrisiken.

solche Gegengebote eine sofort mögliche Räumung des Marktes durch Annahme des bestehenden Gebots verzögern und so die Marktlage nicht so übersichtlich wie irgend möglich halten. Entsprechende Vorschriften für die Frankfurter Wertpapierbörse sind öffentlich nicht bekannt.

Aber nicht nur für die Transparenz der ohne weiteres ausführbaren Offerten sorgen Vorschriften, sondern auch für die in Form unausgeführter Aufträge namentlich beim specialist und Kursmakler vorliegenden Gebote. Um die Zahl der unausgeführten Aufträge nicht ins Unübersehbare wachsen zu lassen, erlöschen Aufträge zu bestimmten Terminen, ohne daß es einer Stellungnahme der Auftraggeber bedarf[1].

Wichtig für einen reibungslosen Verlauf des Handels ist auch die Existenz von Vorschriften für Zweifelsfälle. Immer wieder benötigt werden z.B. Entscheidungskriterien für den Fall, daß mehrere Händler ein bestimmtes Gebot akzeptieren wollen, welches jedoch nicht ausreicht, alle diese Interessenten zu befriedigen. Die Frankfurter Börse hat solche Kriterien nicht veröffentlicht, es ist aber bekannt, daß ein für den umworbenen Partner günstigeres Gebot das ungünstigere aussticht und das frühere Annahmegebot vor dem späteren zum Zug kommt. Ist anhand dieser Kriterien nicht festzustellen, wem der Zuschlag gebührt, haben z.B. drei Händler zugleich "von Ihnen" gerufen, entscheidet der Ausgang von Münzwürfen über den Zuschlag.

Komplizierter sind die entsprechenden Entscheidungsregeln der NYSE, teils weil sie weitere Kriterien dem Zufallsentscheid voranstellen, teils weil sie nicht allein dazu die-

---

1) Diese Regelung ist Standardelement der Aufträge. Sie wird des anderen Zusammenhanges wegen noch einmal erwähnt.

nen, die fragliche Situation rasch zu klären, sondern Anleger auch deutlich vor Realisationsrisiken schützen. Zunächst haben - wie in Frankfurt - das höchste Kaufgebot und die niedrigste Kaufofferte Vorrang (NYSE-Rule 71). Dann entscheidet ebenfalls die Priorität der Gebote. Das am längsten am Markt präsente[1] Gebot hat Vorrang[2]. Von gleichzeitig abgegebenen Geboten kommen die zum Zug, die den Markt räumen. Räumt nur ein Gebot den Markt, ist die Situation geklärt. Sind aber mehrere dazu in der Lage, werden diese Gebote vor allen kleineren Geboten gleichberechtigt[3]. Das Los oder eine Einigung der Gleichberechtigten[4] entscheidet dann die Verteilung[5]. Ist kein Gebot so groß, daß es allein den Markt räumen kann, bestimmt die Größe der Gebote deren Rangfolge; das größte Gebot hat den ersten Zugriff[6]. Sind nach dem letzten Kriterium mehrere Gebote gleichrangig und insgesamt nicht zu befriedigen, entscheidet das Los, es sei denn, die Gleichberechtigten einigen sich[7]. Von vorrangigen Geboten nicht abgedeckte Restposten stehen nächstrangigen zu, auf welche die genannten Kriterien erneut angewandt werden, falls sich auch dann noch Rangfolgeprobleme ergeben.

---

1) NYSE-Rule 74 verlangt mindestens eine bestimmte Intensität beim Ausrufen des Gebots, sonst kann keinerlei Vorrang geltend gemacht werden. Spezielle Regelungen gelten für die Bestimmung der Verweildauern von cabinet-Geboten und bei specialists aufgegebenen Leerverkäufen. Vgl. hierzu: Regulations 85.60, 85.70 und 123A.71 - 123A.80.

2) NYSE-Rule 72 I (a).

3) NYSE-Rule 72 I (b).

4) Vorausgesetzt, daß niemand in der crowd widerspricht (Regulation 72.20).

5) Regulations 72.10 und 72.20.

6) NYSE-Rule 72 I (c).

7) Details über die Verfahrensweise enthält Regulation 72.10.

Sieht man von gewissen Unterschieden bei der Bestimmung der Priorität und dem Kriterium "Größe der Gebote" ab, entsprechen sich die Zuschlagsregeln der Frankfurter Börse und der NYSE. Die NYSE-Vorschriften sind indes noch nicht vollständig beschrieben. Soweit sie nicht nur in Zweifelsfällen eine rasche Zuteilung sicherstellen und dabei eine willkürliche Zuteilung vermeiden helfen[1)], sondern vor allem Benachteiligungen der Anleger wehren sollen, werden diese Vorschriften unten im Zusammenhang mit den Mitteln gegen Realisationsrisiken erläutert. Diese komplizierenden zusätzlichen Regeln bestimmen vor allem: Nur alle die Kundenorders, die nicht in den Börsensälen oder deren Nebenräumen aufgegeben worden sind, können Gebote zur Folge haben, für die unbeschränkt die Vorränge beansprucht werden dürfen, welche die oben aufgeführten Bestimmungen einräumen[2)].

Statt der in Frankfurt wie in New York grundsätzlich üblichen Art der Einzelverhandlung über Kurs und Umfang einer Transaktion durch Ausruf eines Gebots und Annahme werden mitunter andere Formen gegenseitiger Abstimmung verwendet. Diese Formen werden bei extremen Handelsintensitäten und zur rationelleren Bewältigung des Handels mit Kleinposten eingesetzt.

Eine ganz auf das Kleingeschäft zugeschnittene Form ist das im odd-lot-Handel angewandte Verfahren, bei dem an

---

1) Sondervorschriften dieser Art enthält NYSE-Rule 73. Danach ist vor dem Kriterium der Priorität das Kriterium "Länge der Optionsfrist" auf Gebote zu gleichen Kursen anzuwenden.

2) In diesem Zusammenhang sei auf die Vorschriften Rule 100, Rule 112 (a) und die Regulations 112.10 - 112.27 hingewiesen.

die Stelle der Einzelverhandlungen in der Regel[1] ausschließlich die Feststellung des odd-lot dealers tritt, ob er die vorliegenden Orders zu erfüllen hat oder nicht[2]. Damit werden dann ohne weiteres die entsprechenden Dispositionen verbunden. Spezialverfahren für geringere Handelsintensitäten werden an der NYSE beim Handel in free oder active bonds und cabinet securities eingesetzt. Durch die auf den quotation cards einesteils und anderenteils auf den cabinet order cards für alle Händler evident gehaltenen Gebote bleibt jeder Anbieter und Nachfrager mit seinem Gebot am Markt, ohne selbst damit beschäftigt zu sein oder ein anderes Mitglied damit beauftragt zu haben[3], seine Gebote am Markt präsent zu halten. Findet sich ein möglicher Partner, kann dieser leicht sich an ihn wenden[4]. Während bei diesen Verfahren in modifizierter Form noch Einzelverhandlungen geführt und dementsprechend auch Einzel-

---

1) Ausnahmsweise muß ein odd-lot dealer im Falle der Ermittlung eines basis price für einen Kurs Sorge tragen (NYSE-Regulation 124.10).

2) Vgl. hierzu NYSE-Rule 124.

3) Da es für eine bond order immer einen im bond room greifbaren Verantwortlichen geben muß, ist diese Aussage einzuschränken. Bond broker sind regelmäßig damit beauftragt, Gebote am Markt präsent zu halten. Sie müssen sich dazu aber nicht wie ein floor broker oder specialist am Markt eines speziellen Titels aufhalten, sondern nur an dem Markt aller bonds. Nur so kann ein bond broker bei einem grundsätzlich auf reiner Vermittlung basierenden System pro Börsenzeit auf eine Zahl von Schlüssen kommen, die einerseits seine Existenz und andererseits minimale Transaktionskosten ermöglicht.

4) In diesem Zusammenhang sei nochmals auf die Regulations 79A.50 - 79A.70 und Rule 85 und die zugehörigen Regulations sowie auf B.E. Shultz, a.a.O., S. 159 - 176 und auf G.L. Leffler, a.a.O., S. 192 f., 273 - 281 hingewiesen.

kurse vereinbart werden, gibt es bei anderen Verfahren für eine größere Zahl von Geschäften nur eine einzige Verhandlung mit meist mehreren Teilnehmern, in der Gesamtumsatz und Gesamtkurs festgestellt werden. Solche Gesamtverhandlungen sind an der NYSE bei der Eröffnung, bei besonders großer Handelsintensität üblich[1]. Eine Verhandlung ersetzt hier eine größere Anzahl Einzelverhandlungen.

In Frankfurt wie auch sonst in Deutschland bedient man sich derartiger Gesamtverhandlungen bei hohen wie bei niedrigen Handelsintensitäten und für Kleinposten genau so wie für Großposten. Mit dem ausgefeilten Einheitskursverfahren werden universell Eröffnungen des Großkassageschäfts, das Kleinkassageschäft und der einheitliche Kassahandel bewältigt[2].

---

1) Dieses sogenannte opening kann man als modifiziertes Einheitskursverfahren verstehen. Zwar steht es den Mitgliedern frei, ob sie dem specialist ihre Aufträge zum opening überlassen wollen. Die Aufträge aber, die einem specialist zum opening übertragen wurden, hat er im Prinzip zu behandeln wie ein Kursmakler seine Orders beim Einheitskursverfahren. Er hat zuerst sämtliche market orders, dann aber nicht unbedingt alle zum Kurs limitierten Aufträge auszuführen. Beim Einheitskurs kommt noch die Regel hinzu, daß auch die höher limitierten Kauforders und die niedriger limitierten Verkaufsorders zum Zuge kommen müssen. Statt mit dieser Regel wird beim opening mit der Fiktion gearbeitet, solche Aufträge seien market orders (NYSE-Regulation 115A.20). Siehe hierzu auch B.E. Shultz, a.a.O., S. 139 - 142; W.J. Eiteman, C.A. Dice, D.K. Eiteman, a.a.O., S. 135.

2) Daß in der deutschen Börsenliteratur die "Kursfeststellung" so sehr im Vordergrund steht, mag daran liegen, daß dank der Standardisierung von Aufträgen und anderen Vertragsbedingungen sowie der überragenden Bedeutung dieses Universalverfahrens für den Handel außer der Fixierung des Kurses (und des zugehörigen Umsatzes) von den anderen Elementen des Handels so wenig geblieben ist, daß darüber zu berichten sich nicht lohnt. Beim

Liegen beim Schluß, nach welchem Verfahren er auch immer zustande gekommen sein mag, die Gebote schriftlich vor, kann der Partner leicht identifiziert werden[1]. Bei Schlüssen aufgrund mündlicher Gebote wird oft die Identität des Geschäftspartners bekannt sein. Um in anderen Fällen eine überflüssige Belastung der Händler etwa infolge von Irrtümern über die Identität, durch Unklarheiten hinsichtlich der Schreibweise der Namen, im Börsenlärm nicht immer zuverlässige Verständigungsmöglichkeiten usw. zu vermeiden, hat die NYSE das Tragen von Identifikationsabzeichen (badges) zur Pflicht gemacht[2]. Die Frankfurter Börse kennt derartige Abzeichen nicht. Bei wenig mehr als 110 Mitgliedsfirmen (einschließlich Maklerfirmen) kann ein Händler in Frankfurt die Adressen auch sehr viel eher kennen als ein Mitglied der NYSE bei sechsmal so viel Firmen, zumal NYSE-Mitgliedsfirmen nicht selten sehr ähnlich, mitunter sogar gleichlauten[3].

—

...tigen Lesen dieser Literatur hat man den Eindruck, an der Börse werde gar nicht gehandelt, an der Börse werden lediglich Kurse festgestellt.

1) Vorausgesetzt, daß die Auftragsformulare leserlich ausgefüllt sind. Die NYSE hält - wie könnte es anders sein - auch eine Regelung für Fälle bereit, in denen unleserliche Auftragsformulare zu Differenzen Anlaß geben (NYSE-Regulation 123A.36).

2) NYSE-Regulations 36.30 und 35.30. Diese nach (handelsberechtigten) Mitgliedern und nach (nicht handelsberechtigten) Angestellten unterschiedlich in Farbe und Inhalt gestalteten Abzeichen erlauben es auch, sofort festzustellen, daß man mit dem Gegenüber überhaupt handeln darf. Sie erleichtern ferner die Kontrolle darüber, ob Mitglieder und Angestellte bestimmte Gebote und Verbote einhalten, z.B. dürfen sich Angestellte von Mitgliedern während des Handels nicht auf dem Floor aufhalten.

3) Siehe hierzu CCH (Hrsg.), a.a.O., Bd. 1.

3. Zusammenfassung

Die NYSE und die Frankfurter Wertpapierbörse bedienen sich weitgehend gleicher Mittel, um ihren Mitgliedern den Handel zu erleichtern. Die NYSE zeigt deutlich eine größere Zahl wechselseitig substituierbarer Standardelemente. Diesen Luxus einer größeren Anzahl von Typen kann sich eine Börse um so eher leisten, je mehr an ihr auf den Märkten jedes einzelnen Titels umgesetzt wird.

Soweit in den Handelsverfahren grundlegende Unterschiede bestehen, lassen sich diese aus der weniger strengen zeitlichen Konzentration an der NYSE erklären. Allein aus den kodifizierten Bestimmungen beider Börsen läßt sich schließen, daß die NYSE mehr Gegenstände und diese meist detaillierter geregelt hat als die Frankfurter Börse; besonders deutlich wird dies bei den generellen Verfahrensvorschriften der NYSE bei möglichen Meinungsverschiedenheiten über den Inhalt der Verträge. Dies spiegelt einerseits intensivere Bemühungen um eine größtmögliche Entlastung der Börsenhändler wider, andererseits aber auch - wie überhaupt der größere Umfang der Kodifikationen - die Existenz einer stark besetzten professionellen Börsenverwaltung.

Börsenhändler zu entlasten heißt nichts anderes, als sie in die Lage zu versetzen, innerhalb der Börsenzeit, von ihrem Eigenhandel abgesehen, ein Maximum an Aufträgen auszuführen. Mindestens insoweit die bisher erläuterten generellen Regelungen als Mittel dazu eingesetzt werden, führen sie infolge der überaus großen Häufigkeit der Vorfälle, auf die sie sich auswirken, insgesamt zu einer

Arbeitszeitersparnis, gegenüber der die Kosten[1] dieser Mittel vernachlässigbar sind[2], insbesondere dann, wenn

---

1) Diese Kosten manifestieren sich für die Mitgliedsfirmen in Börsenbeiträgen, besonderen Umlagen und verschiedenen Gebühren, Telefon-, Telexmieten u.a.m.

2) In anderen Fällen ist allerdings der Zusammenhang nicht evident. Manche, als transaktionskosten-senkend bezeichneten Zwischenleistungen werden durch dauernden Einsatz von Arbeit und Betriebsmitteln erstellt (z.B. die Information über die Marktlage durch Kurspublikation für Börsenhändler im Börsensaal). Wenigstens in diesen Fällen wäre streng genommen zu quantifizieren, ob und inwieweit bei gegebenem Handelsvolumen der Umfang der Verringerung der Summe aller "Händlerlöhne" durch eine bestimmte Maßnahme deren Kosten übersteigt.
Eine solche Rechnung aufzumachen ist aber regelmäßig mindestens deshalb problematisch, weil kaum eine Maßnahme nur Effekte allein auf die Höhe der Transaktionskosten aller Mitglieder hat. Treten aus der Sicht der Mitglieder negative Wirkungen auf, können sie zwar grundsätzlich als Faktoreinsatz betrachtet werden; positive Nebenwirkungen sind im Prinzip Arbeitsersparnissen analog zu behandeln. Ob und inwiefern diese Effekte aber zu erfassen sind und inwieweit die Kostengrößen komensurabel gemacht werden können, steht dahin. Selbst wenn sich dies alles ermöglichen ließe, könnte man nur feststellen, ob es sich für a l l e Mitglieder lohnt, die betrachtete Maßnahme zu ergreifen. Zieht eine Maßnahme sicher keine aus der Sicht der Händler negativen Wirkungen nach sich, senkt sie jedenfalls dann die Transaktionskosten, wenn schon die aus ihr resultierende Arbeitsersparnis aller Händler höher bewertet wird als der Faktoreinsatz, der für diese Maßnahmen notwendig ist.
Eine solche Rechnung ist auch deshalb problematisch, weil sie nur für alle Mitglieder zusammen aufgemacht ist, für den Verbandbetrieb Börse. Das einzelne Mitglied wird die durch die betrachtete Maßnahme bedingte Mehrumlage der Verringerung der Händlerlöhne in seinem Betrieb gegenüberstellen. Eine Senkung der Transaktionskosten des Verbandbetriebs wird nur bei einem am Volumen der Aufträge oder besser noch an den Geboten des einzelnen Mitglieds orientierten Umlagesystem (vgl. Art. X NYSE-Constitution) regelmäßig auch eine Minderung der Transaktionskosten der Mitgliedsbetriebe beinhalten. Obwohl mit Rechnungen dieser Art die Wirkung der oben aufgeführten Mittel auf die Transaktionen zu belegen wäre, wird auf solche Rechnungen verzichtet. In keinem Fall scheint der dazu notwendige Aufwand im Rahmen dieser Arbeit proportional und vertretbar.

auch der oben geschilderte qualitative Produktivitätseffekt berücksichtigt wird. So erhöht der Einsatz der dargestellten Mittel nicht nur die Produktivität der Arbeit von Börsenhändlern, sondern ermöglicht es auch, die Gesamtabnahme insbesondere an Transaktionsleistungen mit geringeren Kosten bereitzustellen als ohne Einsatz dieser Mittel. Mit den oben näher ausgeführten Einschränkungen impliziert dies auch eine Verringerung der Transaktionskosten für den einzelnen Umsatz eines Händlers und eines Anlegers[1].

Gerade diese die Transaktionen so stark beschleunigenden Mittel tragen Börsen Bewunderung ein. Als Institutionen, an denen in Sekundenschnelle ein Geschäft abgeschlossen werden kann, erscheinen sie bestaunenswert[2] und vollkommen[3]. In der Tat ist es erstaunlich, in welchem Maße die Handelbarkeit oder Abtretbarkeit an sich bereits fungibler, effektifizierter[4] Titel durch die

---

1) Auf diesen Effekt der Börsenorganisation spielt möglicherweise O. Veit, Artikel "Liquidität", in: HdS, Bd. 2, S. 1052, an, wenn er von einem nach dem Festigkeitsgrad des Organisationsrahmens abgestuften Liquiditätsbegriff als Folge von Wertpapiermärkten spricht. Über den Zusammenhang zwischen Liquidität und Transaktionskosten siehe oben Abschnitt C I 4.

2) Financial Handbook, a.a.O., Sec. 10, S. 12.

3) B.E. Shultz, a.a.O., S. 93, nennt die NYSE "incredibly swift and efficient". Diese Bewunderung für die Börse rührt auch daher, daß Börsen mit den gegebenen Mitteln bisher noch jedes Spitzenaufkommen bewältigen konnten. Sie sind das stärkste Glied in der Kette der Stationen, die ein Auftrag von seiner Annahme am Schalter bis zu seiner endgültigen Erledigung durchlaufen muß. Überstunden müssen nie an der Börse gemacht werden. Ganz im Gegenteil, bei sehr regem Geschäft wird die Börsenzeit mitunter verkürzt, damit die Abrechnungsabteilungen noch nachkommen können.

4) Ausdrucksweise im Anschluß an R. Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 2., verm., Aufl., Jena 1913, S. 24 f.; vgl. auch F. Machlup, a.a.O., S. 24.

Standardisierung des Handels verbessert wird. Schon die Leistung der Effektifizierung der Titel wird ja besonders hervorgehoben[1]. Man fühlt sich geradezu verleitet, von einer zweiten Stufe nicht nur der Verbesserung der Handelbarkeit, sondern auch der Fungibilisierung[2] zu sprechen. An der Fungibilität der Handelsobjekte an sich wird auf dieser Stufe jedoch nichts geändert. Tatsächlich tritt aber zu dieser eine Fungibilität der Forderungen auf diese Objekte aus Börsengeschäften hinzu.

Trotzdem dürften noch Möglichkeiten bestehen, die Handelbarkeit weiter zu verbessern und die Transaktionskosten auch fernerhin zu senken. Im Cohen-Report wird zwar einerseits einer Stimme Raum gegeben, die moniert, daß sich in der Handelstechnik der NYSE seit der Einführung des Telefons kaum etwas geändert habe, und den Börsen nahegelegt, die Möglichkeiten einer Automation zu erkunden. Andererseits wird aber eine Automation als nicht unbedingt wünschenswert bezeichnet[3]. Die hochgradige Standardisierung des Handels legt die Idee einer Automation natürlich sehr nahe. Das gilt insbesondere für den odd-lot-Handel, wo sich der Händler fast nur nach genauestens vorgegebenen Kriterien zwischen Abschluß und Nichtabschluß zu entscheiden hat, und für Einheits-

---

1) R. Liefmann, a.a.O., S. 24 f.; F. Machlup, a.a.O., S. 24. An Warenbörsen bewältigen Börsenusancen auch diese erste Stufe der Verbesserung der Handelbarkeit durch Standardisierung und Typung der Ware. Die zweite Stufe führt zur Austauschbarkeit der Kontrakte.

2) Vgl. hierzu die interessante Interpretation des Fungibilisierungsprozesses in Artikel "Börse", in: ÖL, a.a.O., S. 262.

3) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, besonders S. 353, 357 und 201.

kursverfahren, die sich auf eine Kurs- und Umsatzberechnung reduzieren lassen[1]. Allein unter dem Aspekt einer Verringerung der Transaktionskosten bestehen keine Bedenken gegen eine Automation, es gälte höchstens für den Einsatz solcher Anlagen optimale Bedingungen zu schaffen. Indes sind auch andere Gesichtspunkte zu beachten, wie sie zum Teil im folgenden Abschnitt deutlich werden.

---

1) Dementsprechend liegen auch seit längerem Ausarbeiten vor, die sich mit der Orderausführung durch EDV-Anlagen im odd-lot-Handel und im Einheitskursverkehr beschäftigen. In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 190 - 199 (Ebasco-Plan B von 1956) und J. Bottler, Der programmierte Börsenmakler, in: Der Volkswirt, 21. Jg. (1967), S. 419 f. Gegenwärtig sind die Rationalisierungsbemühungen im deutschen Effektenhandel allerdings weniger auf den Bereich des Geschäftsabschlusses, als auf den der Erfüllung konzentriert.

B. MITTEL ZUR VERRINGERUNG DER REALISATIONSRISIKEN INSBESONDERE VON ANLEGERN

I. VERFAHRENSVORSCHRIFTEN FÜR DEN BÖRSENHANDEL

Im ersten Teil dieser Arbeit wurde gezeigt, welche Vermögensnachteile sich für Anleger bei der Ausführung ihrer Aufträge teils infolge bestimmter Handlungen von Börsenmitgliedern, teils aufgrund anderer Ereignisse an der Börse ergeben können. Eine Reihe von Vorschriften der Frankfurter Wertpapierbörse und der NYSE kanalisiert den Handel an diesen Börsen in einer Weise, daß die Gefahr, solche Vermögensnachteile zu erleiden, oder anders ausgedrückt, daß das Realisationsrisiko in seinen vielfältigen Erscheinungsformen verringert wird. Da diese Vorschriften grundsätzlich nicht dispositiv sind, schränken sie in sehr viel stärkerem Maße als die Bestimmungen zur Verringerung der Händlertransaktionskosten die Operationsfreiheit der Börsenhändler ein.

1. Zur Verringerung mehrerer Realisationsrisiken geeignete Mittel

a) Vorschriften zur Kursstabilisierung

Kursstabilisierung als Problem des Schutzes von Anlegern bei der Ausführung ihrer Aufträge scheint auf den ersten Blick nur zu bedeuten, Kursschwankungen möglichst in einem Zeitraum zu vermeiden, in dem ein Anleger bezüglich erteilter Aufträge Korrekturdispositionen weder gewöhnlich trifft noch treffen kann. Je größer diese Kursschwankungen sind, in desto größerem Umfange werden ni

der neuen Marktlage angepaßte Kundenaufträge wegen der dann zu Lasten der Auftraggeber erzielbaren Spannenerträge für Börsenhändler interessant[1], und um so eher werden durch Kursausschläge unangenehm überraschte Kunden die Geschäftsgrundlage als entfallen ansehen (Mißtrauenseffekt). Unter dem Aspekt des Anlegerschutzes werden Vorschriften zur Kursstabilisierung folglich auf eine Stabilität der Kurse innerhalb der Börsensitzung und darüber hinaus auch auf möglichst geringe Kursschwankungen, gemessen an den Kursen des Vortages, abzielen, um das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen zu mindern[2].

Da Kursstabiliserung aber auch einen Effekt auf die Interessen der Börsenhändler hat, ist sie auch als Mittel gegen andere Realisationsrisiken geeignet. Realisations-

---

1) Vgl. hierzu die Ausführungen zur Gegendisposition im ersten Teil, besonders die Fußnoten dort.

2) Es werden im folgenden nur solche Börsenbestimmungen behandelt, die bestimmte direkte Effekte auf Börsenkurse haben sollen und deswegen als im Hinblick auf Kursstabilisierung getroffen angesehen werden, nicht aber andere Vorschriften, die auf Determinanten einwirken, welche über eine längere Kausalkette die Kurse beeinflussen können. Publizität, insbesondere in Verbindung mit allgemein akzeptierten Wertpapieranalysemethoden, ist so z.B. geeignet, die Phantasie zu zügeln; so mag die Kursinstabilität, wenigstens etwa in Jahresranges gemessen, um so ausgeprägter sein, je weniger entwickelt die Wertpapieranalyse und je schlechter die Berichterstattung der Ermittenten von Börsentiteln infolge lascher Publizitätsvorschriften ist. In diesem Zusammenhang kann eine Vielzahl anderer Regelungen genannt werden, z.B. Vorschriften über die Standardisierung der Aufträge und Abschlüsse, Vorschriften zur Sicherung der Konkurrenz, Vorschriften über die Konzentration des Handels, über die gegenseitige Unabhängigkeit der Börsenfirmen u.a.m.

risiken ausgesetzt zu sein heißt grundsätzlich, sich eventuell mit geringeren Spannenerträgen begnügen zu müssen, gemessen an Spannenerträgen aus denselben Transaktionen in einem Effektenverkehr ohne Realisationsrisiken. Auf der Gegenseite sind entsprechende Spannenmehrerträge zu beachten[1]. Diese werden um so geringer sein, je geringer die Kursschwankungen sind, und um so geringer ist dann auch das Interesse von Börsenhändlern an Mitlaufen, Gegendisposition, Kursschnitten oder vorrangiger Bedienung. Welches Manöver ein unlauterer Händler im Bereich der Realisation auch immer an der Börse plant, soll es glücken, müssen die Kurse entweder steigen oder fallen. Durch Kursstabilisierung wird der Spannenertrag in engen Grenzen gehalten, der ihnen aufgrund ihrer Marktkenntnis noch heute oder spätestens morgen sicher scheint. Kursstabilisierung verringert so nicht nur das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen und das Risiko unkulanter Bedienung, sondern auch Umfang wie Wahrscheinlichkeit von Kursschnitten, Gegendisposition, Mitlaufen und gezielter Nichtbedienung.

Die Frankfurter Wertpapierbörse versucht größeren Kursschwankungen hauptsächlich durch ein in § 9 FU fixiertes besonderes Verfahren zu begegnen. So wie ein Kursmakler aufgrund der ihm vorliegenden Aufträge bemerkt, daß diese nur zu einem Kurs ausgeführt werden können, der vom Vortageskurs erheblich abweicht, hat er seine Auftraggeber (Börsenhändler) darauf besonders hinzuweisen. Nicht

---

1) G.J. Stigler, a.a.O, S. 129, beachtet diese aus Marktunvollkommenheiten resultierenden Spannenerträge nicht und würdigt so auf S. 133 Börsenhändlergewinne als Zeichen erfolgreicher, der optimalen Allokation der Effekten dienender Spekulation.

erheblich im Sinne dieser Vorschrift sind Kursschwankungen bei Renten unter 1 % des Nennwerts, bei Aktien, Wandelobligationen[1] und Bezugsrechten unter 5 % des Kurswertes. Erwartet ein Kursmakler Kursveränderungen von 1 % bis 2 % bzw. von 5 % bis 10 %, muß er darauf an der Kursanzeigetafel oder an der Schranke durch einfache Plus-Ankündigung bei Kursanstieg oder einfache Minus-Ankündigung bei Kursrückgang aufmerksam machen, auf Abweichungen von über 2 % bzw. über 10 % durch Doppelplus bzw. Doppelminus. In allen diesen Fällen darf der Kurs nur im Einvernehmen mit dem aufsichtsführenden Herrn des Börsenvorstandes festgestellt werden (§ 9 Abs. 3 FU). Aus dieser Vorschrift wird auch das Recht abgeleitet, den Handel in dem betreffenden Titel auszusetzen[2].

---

1) Wandelobligationen wie Aktien einzustufen, gleichgültig wie diese Wandelobligationen nun notieren, erscheint wenig sinnvoll. Um ihren Obligationswert herum umgehende Wandelanleihen sollten eher wie Renten behandelt werden. - Die Frage, wie Abweichungen als Kriterien dafür zu bemessen sind, ob ein besonderes Verfahren eingeleitet werden sollte, wird am Ende dieses Abschnitts nochmals aufgegriffen.

2) Vgl. K. Wohlfarth und S. Bley, a.a.O., S. 222. Auch nach einer Bekanntmachung der Börsenvorstände zu Kursschwankungen bei Rentenpapieren vom 16. Mai 1956 ist dieser Herr berechtigt, den Handel auszusetzen. Kursveränderungen bei Renten soll er ferner danach nur bis 1,5 % dulden (Schneider-Dahlheim, a.a.O., Teil I/11, S. 17 f.).
Von dieser Aussetzung wegen Kurssprüngen ist die Aussetzung wegen Auslosung und ähnlichem zu unterscheiden.
Nach welchen Kriterien der Herr vom Börsenvorstand bestimmt, ob ausgesetzt wird, ist nicht bekannt. Nicht ausgesetzt wurde z.B., als der DEA-Kurs vom 28. auf den 29. April 1966 von 176 auf 144 fiel. Am 29. April 1966 wurde gegen 12 Uhr mittags der (vorläufige) Verzicht der Texaco auf die Übernahme der Deutsche Erdöl bekannt, die sogenannte DEA-Katastrophe war da. Statt auszusetzen, rüstete man sich, handfesten Protesten des Publikum zu begegnen (o.V., Die Börsenwoche, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 100 vom 30. April 1966).

Börsenmitgliedern wird so die besondere Marktlage bekannt. Gewöhnlich gehen daraufhin weitere Aufträge ein. Teils sind es Aufträge der Börsenhändler selbst, teils solche von Anlegern, die in derartigen Fällen von den Anlageberatern ihrer Börsenbank nicht selten telefonisch benachrichtigt werden. Ferner sollen mitunter Verkaufsaufträge bei Banken liegen, die wirksam werden, sobald beim Handel des im Auftrag bezeichneten Titels eine Plus-Ankündigung vorkommt. So besteht durchaus die Möglichkeit, daß der betreffende Kurs schließlich weniger stark vom Vorkurs abweicht als es nach der Marktlage vor der Ankündigung zu erwarten war, insbesondere wenn ein Kursausschlag nicht begründet erscheint. Der Kursausschlag kann aber auch unverändert groß bleiben oder noch größer ausfallen, obwohl damit offenbar niemand rechnet[1]. Statistiken darüber liegen nicht vor.

Jedenfalls wird aber durch dieses Verfahren ein erweiterter Personenkreis veranlaßt zu überprüfen, ob nicht ein Engagement in dem betreffenden Titel angezeigt wäre. Darauf wird an anderer Stelle zurückzukommen sein. Wann

---

Ausgesetzt wurde auch nicht, als am 2. Juni 1966 für NSU-Aktien nur noch 335 gegenüber 443 am Vortag bezahlt wurden. Ausgesetzt wurde aber z.B. am 12. Mai 1966, nachdem DEA-Aktien am Vortage bei 173 standen und ein Kurssprung auf etwa 200 zu erwarten war (o.V., Baisse in NSU - Sonst etwas zuversichtlicher, in: Handelsblatt, Nr. 105 vom 3./4. Juni 1966; o.V., 100 Punkte Tagesverlust, in: FAZ, Nr. 127 vom 3. Juni 1966; o.V., In Erwartung eines Texaco-Angebotes: Notiz Deutsche Erdöl ausgesetzt, in: Handelsblatt, Nr. 92 vom 13./14. Mai 1966).

1) Das ergibt sich aus der oben zitierten Bekanntmachung der Börsenvorstände vom 16. Mai 1956. Explizite äußern sich so u.a. K. Wohlfarth und S. Bley, a.a.O., S. 222; W. Stützel, Förderung des Effektensparens, a.a.O., S. 20 f., F. Schmidt, a.a.O., S. 78.

dieses Verfahren anzuwenden ist, kann der Vorschrift leider trotz ihrer Neufassung im Jahre 1967[1] nicht genau entnommen werden. Unter Vortageskurs wird wohl nicht jeder Börsenkurs, sondern nur jeder amtlich notierte Kurs[2], von mehreren amtlichen Kursen vermutlich der letzte vom Vortage zu verstehen sein. Auch bei welchen mutmaßlich abweichenden Kursen im einzelnen wie beschrieben vorzugehen ist, bleibt vage, was für den Großkassaverkehr von Bedeutung sein kann. Da von "vorliegenden Aufträgen" und "der Kurs" die Rede ist, könnte das Verfahren auf Großkassakurse überhaupt nicht oder nur auf den ersten Kurs anzuwenden sein[3]. Ferner bleibt offen, von welchem Kurs genau auszugehen ist, wenn berechnet werden soll, ob eine Kursschwankung von wenigstens 5 % bis 10 % des Kurswertes oder mehr zu erwarten ist. Bei anderen Titeln als einfachen Obligationen, bei denen ja vom Nennwert auszugehen ist, soll die Abweichung auf den "Kurswert" bezogen werden, der nicht definiert ist.

Als Mittel zur Kursstabilisierung an der Frankfurter Wertpapierbörse wird auch die Spannenregelung (§ 11 FU)[4]. In der Tat ermöglicht dieses Verfahren, Kurse festzustellen, zu denen der Markt zwar bei weitem nicht geräumt ist, die aber gegenüber den Kursen, zu denen der

---

1) O.V., Regelung für größere Kursschwankungen, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 208 vom 8. September 1967.

2) Vgl. hierzu § 31 BG.

3) Alle Börsenhändler außer dem zuständigen Kursmakler brauchen dieses Verfahren sicher nicht anzuwenden, gleichgültig wie stark die Kurse, zu denen sie abschließen, von den Vortageskursen abweichen.

4) Vgl. O. Hintner, a.a.O., S. 130; F. Schmidt, a.a.O., S. 77.

Markt geräumt werden könnte, den Vorzug besitzen, von den Vorkursen weniger abzuweichen. Einen Gleichgewichtspreis zu finden wird erst gar nicht versucht. Bei rationierungsverdächtigen Skontrosituationen - und um die nur geht es hier - hätte dies ganz ungewöhnliche Kursausschläge zur Folge. Das auch hier vom Kursmakler einzuleitende Verfahren entspricht mutatis mutandis dem bei Kursschwankungen nach § 9 FU.

Geht man davon aus, daß um so mehr Aufträge nur über ein Einfaches oder Doppeltes des kleinsten Stückes eines Titels lauten, je schwerer dieses Stück ist, besteht auch zwischen der Schwere eines Stückes und der Rationierung und damit der Kursstabilität ein Zusammenhang. Je schwerer ein Stück, desto geringer sind die Möglichkeiten einer Repartierung, desto kleiner ist der Anteil der Orders am Gesamtauftragsbestand, der einer Repartierung überhaupt zugänglich ist (Aufträge, die über ein Mehrfaches des kleinsten Stückes lauten). Wie auch immer die Zuteilung aussehen mag, sie wird um so willkürlicher sein, je schwerer das Stück ist. (Umgekehrt, umgekehrt.) Auf die Repartierung muß in extremen Fällen verzichtet und ein extremer Kursanstieg oder Kursrückgang hingenommen werden. Auch wegen dieser mit schweren Werten verbundenen Komplikationen für eine möglichst kleine Stückelung zu plädieren, erschiene möglicherweise weltfremd, zeigte sich dieser Nachteil schwerer Stücke nicht mitunter sehr deutlich[1].

Entscheidend für die Kursstabilisierung an der Frankfurter Wertpapierbörse sind aber kaum diese erst bei ziemlich

---

1) In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf: o.V., Heißer Tip für eine "müde" Aktie, in: Handelsblatt, Nr. 240 vom 12. Dezember 1968. Vgl. hierzu auch Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 35.

groben Ausschlägen[1] angewandten Glättungsverfahren, sondern vielmehr die Bemühungen zahlreicher Emittenten, die Kurse ihrer Titel zu pflegen[2]. Vorschriften über die Kurspflege sucht man in den Börsenvorschriften allerdings vergebens. Für ihren Umfang, namentlich bei Bankemissionen, mag eine Notiz in der Börsen-Zeitung sprechen: "Die Aktien der Deutschen Hypothekenbank Bremen ... wurden am 8. Oktober weiter herabgesetzt und zwar ... auf 400 (... 6. Oktober 420 %) ... Die Ansicht der Bank, daß sie nicht zur Kurspflege verpflichtet sei, wird an der Börse nicht geteilt"[3].

An der NYSE wird versucht, mit einem sehr differenzierten Instrumentarium Kursschwankungen in engen Grenzen zu hal-

---

1) F. Schmidt, a.a.O., S. 78, berichtet aus der Zeit nach Ende des ersten Weltkrieges, daß Kursmakler bereits dann generell zu Plus- oder Minus-Ankündigungen verpflichtet waren, wenn Kursabweichungen von nur etwa 1 % des Vorkurses drohten.

2) In diesem Zusammenhang sei auf H.J. Bösch, a.a.O., besonders S. 97 - 118, hingewiesen. Ganz besonders verbreitet ist Kurspflege im Zuge von Kapitalerhöhungen, um keinen Zweifel daran aufkommen zu lassen, daß die Emissionsbedingungen marktgerecht sind. Dennoch findet man auch hierüber selten Mitteilungen, wie z.B. den Artikel, Münchener Rück ließ Aktienkurs stützen, in: Handelsblatt, Nr. 239 vom 13. Dezember 1965. Bei einer näheren Betrachtung von Aktienkursen um die Emissionszeit fällt aber häufig eine frappierende Stabilität auf.
Anders als in den Vereinigten Staaten ist diese Art der Kurspflege nicht Gegenstand eingehender Diskussionen und staatlicher Überwachungsvorschriften geworden. Vgl. hierzu: L. Loss, a.a.O., Bd. 3, S. 1571 - 1614. Auf die Restriktionen, denen Kurspflegeorders an der NYSE unterliegen, verweist NYSE-Regulation 123A.65.

3) O.V., Die Börse spricht davon, in: Börsen-Zeitung, Nr. 195 vom 9. Oktober 1965. In diesem Zusammenhang sei auch darauf hingewiesen, daß der Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI) in einer Stellungnahme zu einer Börsenreform ausdrücklich verlangte, daß die Kurspflege gewährleistet werden müsse (o.V., Börsenreform bejaht, in: Handelsblatt, Nr. 97 vom 23. Mai 1967). Eine solche Forderung ist bisher von keiner anderen Seite erhoben worden.

ten. Hierzu gehören hauptsächlich die Bestimmungen über Einschüsse und Leerverkäufe sowie die Bestimmungen, die specialists und Registered Traders zur Stabilisierung verpflichten. Durch Mindesteinschüsse soll möglichst vermieden werden, daß Anleger bei Kursrückgängen gezwungen sein können, ihre Haussepositionen aufzugeben[1]. Aus Zwangsverkäufen von Haussepositionen kann ein Angebot resultieren, das zu den ohne dieses Angebot herrschenden Kursen keine Aufnahme mehr findet. So kommt es zu weiteren Kursrückgängen. Dann müssen sich evtl. auch mit weniger Effektenkredit arbeitende Haussiers von ihren Engagements lösen usw. (Schneeballeffekt). Je höher die durchzuhaltende Einschußquote, mit desto geringeren Teilliquidationen läßt sich Nachschußanforderungen bei einem bestimmten Kursrückgang genügen und in desto größerem Umfang können Haussepositionen durchgehalten werden. Desto kleiner werden dann auch die Kursrückgänge sein, die aus unfreiwilli-

---

1) Neben dem Stabilisierungsziel soll mit Sec. 7 SEA, der für die Einschußpflichten grundlegenden Vorschrift, die exzessive Verwendung von Kredit zur Finanzierung von Effektenbeständen statt von Handel und Industrie inhibiert und ferner dem Anleger verwehrt werden, sich "zu heiße" Positionen aufzubauen (L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1242 f. ; Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 2 f. und 9). In eine Kritik beider Punkte wird nicht eingetreten. Zum ersten Punkt sei auf die Ausführungen bei F. Machlup, a.a.O., verwiesen.
Auf Sec. 7 SEA beruhen die einschlägigen Regulationserlasse vom Board of Governors des Federal Reserve System (Regulation für Kredite zur Finanzierung von Effektenbeständen durch Banken, Regulation für solche Kredite, die von Effektenhändlern herausgelegt werden, und seit neuestem Regulation G für solche Kredite, die von sonstigen Kreditgebern gewährt werden).
Die NYSE hat darüber hinaus eigene Vorschriften geschaffen (Rules 431 f); vgl. hierzu Code of Federal Regulation Title 12, Part 220.7 (e). Wegen dieser NYSE-Rules hat nicht nur die Zentralbank, sondern auch die SEC über Sec. 19 (b) SEA eine Kompetenz bezüglich der Einschußvorschriften.

gen Teilliquidationen resultieren. Umgekehrt soll mit Einschußverpflichtungen für Leerverkäufe Zwangsdeckungen vorgebeugt werden.

Da die Gefahr von Zwangsverkäufen um so größer ist, bei je höheren Kursen Haussepositionen gebildet werden, hat der Board of Governors die Mindesteinschüsse wiederholt in Haussezeiten heraufgesetzt[1]. In Milderungen dieser Einschußvorschriften während Baissen ist dementsprechend auch weder ein Urteil des Board zu sehen, daß die Kurse zu tief seien, noch eine Krediterleichterung, um einen Kursanstieg zu initiieren[2]. Vielmehr sieht der Board dann die Gefahr von Zwangsverkäufen als nicht mehr so virulent an, daß sie die stärkere Einschränkung der Handelsfreiheit noch rechtfertigen kann (bei Einschüssen für Leerverkäufe umgekehrt)[3].

Der Federal Reserve Board legt Beleihungsquoten bei der Beleihung von Effektenkrediten fest, verlangt aber grundsätzlich nicht, bestimmte Einschußhöhen durchzuhalten[4]. Die NYSE hat dagegen auch solche "maintenance margin requirements" aufgestellt. Da das anfänglich zu leistende Angeld mit derzeit 80 % wie üblich sehr weit über dem

---

1) Bei W.J. Eiteman, C.A. Dice, D.K. Eiteman, a.a.O., S. 288 f., ist die Entwicklung der "percentage margins" wiedergegeben.

2) Ebda., S. 289. Diese Autoren vertreten genau die entgegengesetzte Ansicht.

3) Die NYSE-Einschußvorschriften sind nur zum Teil schärfer als die des Federal Reserve System und nur insoweit relevant. Die jeweilige Höhe der Mindesteinschüsse ist aus Rule 431 einerseits und aus den Anhängen der Regulations G, T und U andererseits zu ersehen. Manche Brokerhäuser verlangen höhere Mindesteinschüsse als es die NYSE vorschreibt. Vgl. hierzu Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 10 f.

4) Code of Federal Regulation, Title 12, Part 220.7 (b); vgl. auch Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 5.

nach NYSE-Vorschrift durchzuhaltenden Einschuß von 25 % des Kurswertes der lombardierten Effekten liegt, können Nachschußpflichten und damit eine akute Gefahr unfreiwilliger Teilliquidationen nur bei äußerst starken Kursschwankungen entstehen. Für Einschüsse bei Baissepositionen gilt Entsprechendes. Sieht man von den Möglichkeiten ab, die Effektenkreditüberwachung zu umgehen, sind Kursschwankungen innerhalb eines sehr breiten Korridors möglich, ohne daß Zwangsliquidationen oder Zwangsdeckungen erforderlich werden können[1]. Selbst wenn die Kursausschläge nicht in den Grenzen dieses Korridors bleiben, kann dank der Einschußregelungen niemand gezwungen werden, sich von seinem Engagement ganz zu trennen[2]. Von institutionellen Faktoren im Bereich des Effektenkredits ausgelöste kumulative Prozesse brauchen innerhalb des Korridors nicht befürchtet zu werden. Nur außerhalb des Korridors sind - allerdings domestizierte - Schneeballprozesse nicht auszuschließen.

---

1) Geht man von den angeführten Bestimmungen für Haussepositionen aus, können die Kurse um etwas über 73 % fallen, ohne daß eine Nachschußverpflichtung entsteht. Damit soll freilich nicht behauptet werden, daß so lange überhaupt keine Nachschüsse verlangt werden, bis wenigstens ein Titel an den Kursen am Kauftage gemessen um 73 % gefallen ist. Eine solche Aussage gilt nur für den Bruttozugang zu dem Bestand der durch Effektenkredit finanzierten Haussepositionen an diesem Kauftage. Ob und in welchem Umfang es zuvor zu Nachschußforderungen kommt, hängt von den Einstandskursen der Positionen ab, die früher oder später in diesen Bestand gelangt sind und noch nicht wieder aufgelöst wurden.

2) Von dem denkbaren und im Falle Krages möglicherweise auch eingetretenen Fall, daß selbst Teilauflösungen wegen der relativen Enge des Marktes zu so starken Kursbewegungen führen, daß praktisch doch eine Gesamtauflösung notwendig wird, sei hier abgesehen.

Bisher wurde nur auf mögliche Stabilisierungseffekte von Einschüssen beim Abbau von Hausse- oder Baissepositionen eingegangen. Mit einer Erhöhung der Einschüsse nimmt aber nicht nur die Wahrscheinlichkeit eines kumulativen Aufbaus von Hausse- oder Baissepositionen ab, sondern auch die eines kumulativen Abbaus solcher Positionen. Schließlich begrenzen die Angeldbestimmungen den Umfang von Käufen und Leerverkäufen auf wenig mehr als das Einfache der Eigenmittel. Diesen zweiten Aspekt zu behandeln setzte Kenntnisse darüber voraus, wann solche Positionen gebildet werden.

Grundsätzlich sind diejenigen, die derartige Positionen aufbauen, im Gegensatz zu denen, die solche Positionen unfreiwillig abbauen, in ihren Entscheidungen voneinander unabhängig. Wann sie ungedeckt kaufen oder verkaufen, hängt von ihren Kurserwartungen ab. Kumulative Aufbauprozesse kann es z.B. geben, falls vorwiegend leer verkauft wird, wenn die Kurse fallen und hauptsächlich auf Kredit gekauft wird, wenn die Kurse steigen. Einschüsse könnten dann geeignet sein, auch beim Aufbau von Positionen dahin zu wirken, insbesondere längerfristige Kursschwankungen akzentuierende Aufträge wenigstens teilweise zu inhibieren. Die im Zuge der Special Study gesammelten Daten über Leerverkäufe weisen in diese Richtung; die auf den Gesamtumsatz bezogenen Leerverkäufe waren an der NYSE in den Jahren 1954 bis 1962 in Zeiten von Kursrückgängen deutlich höher als zu Zeiten von Kursanstiegen; während Kursrückgängen wuchs gewöhnlich der Anteil der Leerverkäufe[1]. Stabilisierungseffekte der Einschußvorschriften auch wegen deren Wirkung auf den Aufbau von Minusposi-

1) Cohen-Report, a.a.O. Part 2, S. 254 - 274, 421 - 423.

tionen sind daher nicht von der Hand zu weisen[1]. Entsprechendes Material über Effektenkredite liegt nicht vor.

Obwohl es nicht üblich ist, den Aufbau von "short positions" und von "Haussepositionen auf Effektenkredit" und die daraus resultierenden Kurseffekte mit der Verpflichtung, Einschüsse zu unterhalten, zu verknüpfen, entspricht auch dies durchaus dem Kerngedanken der Stabilisierungskonzepte der SEC und der NYSE[2], auf dem die Repartierung an den deutschen Börsen ebenfalls fußt: Die Verkaufsgebote (Kaufgebote), die zu den gerade an der Börse herrschenden Kursen vorhanden sind, werden bei Kursrückgängen (Kursanstieg) nur zum Teil zur Ausführung zugelassen, damit die (das) zu diesen Kursen vorhandene Nachfrage (Angebot) ausreicht, die - zulässig - angebotenen Stücke aus dem Markt zu nehmen (die - zugelassene - Nachfrage abzudecken). So kann in den jeweils an der Börse gegebenen Situationen der Markt zu Kursen "geräumt" werden, die näher bei den Vorkursen liegen, als dies ohne

---

1) Der Stabilisierungseffekt allein der Einschußvorschriften hängt auch ab von dem Umfang, in dem der Einschuß aufgrund von Stabilisierungsvorschriften den aufgrund des Interesses der Börsenmitglieder an Sicherung ihrer Forderungen verlangten Einschuß übersteigt, und vor allem auch von dem Anteil der potentiell destabilisierenden, von den Einschußpflichten erfaßten Transaktionen an allen Transaktionen. Betrachtet man allein die Leerverkäufe, betrugen diese während des in der Special Study berücksichtigten Zeitraumes in Baissezeiten 8 - 9 % des Umsatzes (ebda.). Es ist durchaus denkbar, daß dieser Anteil doppelt so hoch gewesen wäre, hätten in diesem Zeitraum keine Einschußpflichten bestanden. Wieviel höher er ohne die unten beschriebenen besonderen Restriktionen für Leerverkäufe zusätzlich hätte sein können, ist kaum abzuschätzen.

2) Dieser Kerngedanke ist meines Wissens allerdings nirgends explizite dargelegt worden, auch nicht im Cohen-Report.

Differenzierung des Angebots (der Nachfrage) möglich wäre[1].

Am deutlichsten sichtbar wird dieser Grundsatz der Diskriminierung auf der stärkeren, ausschlaggebenden Marktseite[2] in den Bestimmungen darüber, wann es unabhängig

---

1) Auf welche Weise auf der"stärkeren Marktseite" (zur Definition siehe Fußnote 2) diskriminiert wird, ist sehr unterschiedlich. Teils werden, wie bei der Repartierung, artikulierte Gebote von der Bedienung ausgeschlossen, teils wird, wie etwa bei den Einschußvorschriften, verhindert, daß Gebote überhaupt laut werden können. Beim Aufbau von Positionen, die durch Einschußpflichten erfaßt werden, kommen "unzulässige" Aufträge deshalb erst gar nicht an die Börse. Durch die Einschußanforderungen der SEC und der NYSE fällt bei einem bestimmten Operationsbudget das Auftragsvolumen eben kleiner aus als ohne diese Anforderungen. Ob jedoch an der Börse gerade die Kurse weichen oder anziehen, spielt anders als bei den folgenden Stabilisierungsmethoden keine Rolle für diese Art der Auftragsdifferenzierung: "Prozyklisches" Fixen oder Auf-Kredit-Kaufen wird unterstellt. Da die Einschußvorschriften außerdem immer Gebote auf beiden Marktseiten diskriminieren, ist - wie oben ausgeführt - nur im großen Ganzen gesehen zu erwarten, daß die Diskriminierung durch Einschußvorschriften per saldo die stärkere Marktseite trifft.
Beim Abbau dieser Positionen spielt der oben herausgearbeitete Grundgedanke keine Rolle. Jederzeit darf man eine Position aufgeben, es wird nur verhindert, daß man sie, dann in der Regel auch die stärkere Marktseite noch festigend, aufgeben muß. Treffend ist dafür die im Cohen-Report - wenn auch in anderem Zusammenhang - gebrauchte Bezeichnung "right of liquidation" (a.a.O., Part 2, S. 121).

2) Die Einführung eines "stärkere Marktseite" bezeichneten Begriffs erleichert die folgenden Ausführungen. Darunter wird die Marktseite (Gesamtheit der Kauf- oder Verkaufsgebote an der Börse zu einem bestimmten Zeitpunkt) verstanden, die auszugleichen mit den gegebenen Geboten der entgegengesetzten Marktseite ("schwächere Marktseite") nur dann möglich ist, wenn ein vom Vorkurs abweichender Kurs hingenommen wird. Ist die Angebotsseite stärker, führt das zu einem Kursrückgang, werden dagegen stärker Stücke gesucht, ist ein Kursanstieg nicht zu vermeiden. Ist der Markt zum Vorkurs auszugleichen, gilt die Marktseite im Sinne dieser Definition als stärker, die bei der letzten Kursänderung die stärkere war.

von Einschußpflichten zulässig ist zu fixen. Ein Leerverkauf, sei es für eigene Rechnung, sei es für die Dritter, ist an der NYSE wie auch an allen anderen Effektenbörsen der USA nur dann erlaubt, wenn er zu einem Kurs abgeschlossen wird, der entweder höher als der Vorkurs (plus tick)[1] oder wenigstens höher als der letztverschiedene Vorkurs ist (zero plus tick)[2]. Anders ausgedrückt, ungedeckte Verkaufsgebote sind diskriminiert (d.h. nicht zur Ausführung zugelassen), wenn die Angebotsseite ohnedies die stärkere Marktseite ist. Einige Leerverkäufe sind von dieser Vorschrift ausgenommen[3]; hier seien nur die Leerverkäufe von odd lots und die round-lot-Leerverkäufe von odd-lot dealers erwähnt, sofern diese fixen, um sich glatt zu stellen[4][5].

---

1) Zur Definition der "ticks" siehe NYSE-Rule 107 und NYSE-Regulation 104A.50.

2) NYSE-Regulation 440B.10 aufgrund von SEC-Rule 10a-1 zu Sec. 10(a) SEA. Siehe dort auch über die genaue Abgrenzung von long sales und short sales im Sinne dieser Vorschriften. Anhand von Beispielen, zu denen auch Fälle mit Dividenden- und Bezugsrechtsabschlägen u.ä. gehören, wird in NYSE-Regulation 440B.15 demonstriert, zu welchen Kursen gefixt werden darf. Besonders hingewiesen sei auch auf L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1229 - 1235; Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 246 - 294.

3) SEC-Rules 10a-1(d) und 10a-2(b) zu Sec. 10(a) SEA. NYSE-Rule 435(6) hebt allerdings die Ausnahmeregelung für odd-lot-Leerverkäufe für Verkäufe an der NYSE wieder auf, soweit diese nicht das Fixen von odd-lot-Händlern selbst oder das von Arbitrageuren betrifft.

4) SEC-Rule 10a-1(d) Ziff. 3 - 5; siehe auch NYSE-Regulation 440B.21.

5) Auch wenn short sell orders ausgeführt werden dürfen, sind sie nicht anderen Verkaufsaufträgen gleichgestellt. Zur Bestimmung der Zeit, die sie bereits am Markt präsent sind, gilt nämlich eine Fiktion: Sie sind danach erst seit dem Zeitpunkt präsent, zu dem sich zum letzten Mal der Preis änderte, zu dem die Orders ausgeführt werden durften (NYSE-Regulation 85.70 - cabinet orders bzw. NYSE-Regulations 123A.71 und 123A.72, die für specialists und floor brokers aufgegebene Orders gelten). Short orders kommen deswegen meist erst nach in gleicher Höhe limitierten long sell orders zum Zuge. Auch daraus wird

Der Grundsatz der Diskriminierung auf der stärkeren Marktseite wird auch bei einigen Beschränkungen des Eigenhandels der Börsenmitglieder deutlich sichtbar. Betroffen sind hiervon generell Registered Traders und specialists und odd-lot dealers insoweit, als sie in Werten handeln, die ihnen zugeteilt sind[1].

---

deutlich, daß short orders als Aufträge zweiter Klasse zu behandeln sind. Nur wenn sie Gebote ermöglichen, weil long sell orders fehlen, sind sie willkommen. Vgl. hierzu auch Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 293.

Wegen gewisser Parallelen zu § 9 FU sei hier ferner angemerkt, daß der SEC die bestehenden Restriktionen für Leerverkäufe nicht vollauf genügen. Insbesondere sollte ihrer Meinung nach dann nicht gefixt werden dürfen, wenn die Nachfrageseite nur vorübergehend stärker ist. So wird daran gedacht, Leerverkäufe unter dem Schlußkurs des Vortages oder nach einem bestimmten absoluten oder relativen Kursrückgang, gemessen am Schluß- oder Tiefstkurs des Vortages oder gemessen am Eröffnungskurs des Tages, generell oder in Situationen kritischen Kursdrucks durch jeweilige Einzelanordnungen der Commission zu untersagen (Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 294 und 224). Vgl. hierzu die Neufassung von NYSE-Rule 112 aus dem Jahre 1964.

1) Andere Börsenmitglieder dürfen an der Börse für eigene Rechnung Aktien nicht initiativ, nicht aktiv handeln, d.h. sie dürfen nur Gebote annehmen (NYSE-Rule 111, Regulation 112.20). Wenn Gebote für die Kundschaft abgegeben werden, muß aufgrund der Regulations 123A.41 f. versucht werden, über dem letzten Kurs zu verkaufen oder darunter zu kaufen. Werden Gebote für eigene Rechnung abgegeben (ohne Einschränkung nur für Rechnung von Members off the Floor zulässig, wenn die Aufträge über dieselben Kanäle wie Kundenorders an die Börse gelangen), wird erst recht versucht werden, einen günstigen Kurs auszuhandeln. Nehmen Mitglieder solche Angebote an, würden sie genau entgegengesetzt handeln, als wenn auch sie den im folgenden geschilderten Eigenhandelsrestriktionen unterlägen. Das zu tun liegt aber nicht unbedingt in ihrem Interesse, sie werden z.B. lieber zum Vorkurs oder darüber geben, also im Einklang mit den Restriktionen. Wollen sie dennoch ohne weiteres einschlagen, kommen sie nur zum Zuge, wenn konkurrierende Kundenangebote fehlen. Die Bedeutung dieser Tatsache wird weiter unten dargelegt.

Registered Traders dürfen nach NYSE-Rule 112(a) nicht über dem Schlußkurs des Vortages kaufen[1], es sei denn, sie kauften unter dem Vorkurs (minus tick) oder unter dem letztverschiedenen Vorkurs (zero minus tick). Außerdem ergibt sich eine Diskriminierung ihrer Gebote auf der stärkeren Marktseite daraus, daß 75 % ihrer Käufe und Leerverkäufe wie 75 % ihrer Verkäufe und Deckungskäufe über einen Monat hinweg gesehen beim Tick-Test als stabilisierend gewertet werden müssen. Anders ausgedrückt: Nur bei einem Viertel ihrer Transaktionen dürfen Registered Traders auf der stärkeren Marktseite zu finden sein[2]. Dieses Viertel läßt ihnen genügend Spielraum, auch bei steigenden Preisen Minuspositionen abzudecken und bei fallenden Kursen Hausseposition aufzugeben (Recht auf Liquidation)[3].

Allerdings dürfen zu denen nach Maßgabe des Tick-Tests destabilisierenden Transaktionen nicht nur gedeckte Verkäufe und Deckungskäufe gehören, sondern auch einfache Käufe,

---

Weitere Restriktionen wie z.B. Rule 92 nehmen den Mitgliedern allerdings oft jede Möglichkeit des Eigenhandels, so daß dieser vernachlässigbar ist. Der Cohen-Report erwähnt diesen Eigenhandel nicht explizit, sondern gliedert ihn dem floor trading ein (a.a.O., Part 2, S. 204). Das floor trading machte 1961 noch 2,1 % des Handels an der NYSE aus, und nur 8,6 % des gesamten Eigenhandels (ebda. S. 366).

1) Genau: Nicht "long" kaufen, d.h. ausgenommen sind Eindeckungen wegen vorangegangener Leerverkäufe (NYSE-Regulation 112.22).

2) Nicht zu diesem Viertel gezählt werden aber "neutral transactions", wegen derer faktisch mehr als ein Viertel aller Transaktionen auf der stärkeren Marktseite zugelassen ist. "Neutral transactions" sind nach dem Tick-Test destabilisierende Verkäufe und Eindeckungen, die nach Fifo-Rechnung zu Verlusten von wenigstens 1/8 Kurs pro Stück führen (Rule 112(d)(2) und Regulation 112.30).

3) Ohne dieses Viertel ergäben sich für traders dann ganz besondere Solvenzprobleme; vgl. hierzu auch Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 121 - 123.

...fern sie unter dem Schlußkurs des Vortages erfolgen[1]. Daraus wird die neuere Politik der SEC und im Anschluß an sie auch eine Politik der NYSE ersichtlich, neben den auf dem Tick-Test aufbauenden Vorschriften Stabilisierungsvorkehrungen zu treffen, die von den länger zurückliegenden Referenzkursen ausgehen[2].

Specialists dürfen grundsätzlich für eigene Rechnung kein Kaufgebot über dem Vorkurs vom selben Tag abgeben[3]. Handelt es sich aber auf der Gegenseite um Gebote, die aus ihm übertragenen Aufträgen resultieren, gilt außerdem eine zweite Vorschrift. Nach ihr sind dem specialist Gebote für eigene Rechnung dann untersagt, wenn er damit mehr als maximal die Hälfte der Gebote, die zum Vorkurs in seinem Skontro stehen, aus dem Markt nimmt[4]. Solche grundsätzlich unzulässigen Gebote sind aber erlaubt, wenn mit ihnen vernünftigerweise zu erwartenden Marktverhältnissen Rechnung getragen wird. Das bedeutet, daß specialists sich dann auch durch Käufe über den Vorkurs Pluspositionen aufbauen dürfen[5], Minuspositionen durch Leer-

---

1) Meint aber selbstverständlich short sales.

2) Vgl. hierzu Fußnote 5 auf S. 166, ferner Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 107 - 114, 120 passim.; siehe auch SEC-Rule 11a-1 zu Sec. 11(a) SEA.

3) NYSE-Regulation 104.10(5)(A).

4) NYSE-Regulation 104.10(5)(B) und (C). Durch diese Bestimmung werden nicht nur Gebote des specialist auf der stärkeren Marktseite diskriminiert, sondern auch solche auf der potentiell stärkeren. Dieser Interpretation entsprechen die Ausführungen zu diesem "cleaning up the book" im Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 81 (besonders Fußnote 164), S. 92 - 94.

5) NYSE-Regulation 104.10(5). Diese Bestimmung ist sehr viel unschärfer als die Vorschriften über den Handel der Registered Traders. Das dürfte darauf zurückzuführen sein, daß sie den ersten Jahren der SEC-Aufsicht stammt. Sie gibt modifiziert die sogenannte Saperstein Interpretation zu Sec. 11(b) Satz 2 SEA vom Jahre 19[illegible]

verkäufe auf der schwächeren Marktseite bilden darf er freilich nicht[1].

Schließlich sind Gebote von specialists auf der stärkeren Marktseite selbst dann teilweise unzulässig, wenn er Positionen liquidiert. Er darf seine Baissepositionen nicht zu höheren als den letztverschiedenen Vorkursen vollkommen abdecken, gleiches gilt mutatis mutandis für Haussepositionen. Selbst wenn es nach diesen Vorschriften dem specialist erlaubt ist, Titel abzugeben oder sich einzudecken, muß er solche Transaktionen unterlassen, falls die Gefahr besteht, daß die Marktverhältnisse darunter leiden. Bei dieser Vorschrift bleibt unklar, ob der specialist sich nun von einem Engagement lösen darf, indem er 50 oder 90 % desselben nach Maßgabe des Tick-Tests destabilisierend abstößt oder abdeckt. Ausnahmen von dieser Vorschrift sind möglich, wenn ein Floor Official diese gestattet oder wenn dies im Hinblick auf die Gesamtposition des specialist in allen von ihm betreuten Werten vernünftigerweise notwendig ist[2].

---

wieder (Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 66 f., S. 80 - 83, besonders auch Fußnote 165; L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1204 - 1207, besonders Fußnote 15 auf S. 1206 f.). Im Cohen-Report wird zu der schwammigen Ausnahmeregel treffend festgestellt: "This exception materially increases the already subjective nature of the regulation of specialist trading" (a.a.O., Part 2, S. 81). Grundsätzlich scheint man diese Regelung wegen der "myriad of trading situations" (ebda., S. 134) und der deswegen notwendig erachteten Flexiblität als angemessen anzusehen.

1) NYSE-Regulation 104A.40 stellt dies ausdrücklich fest.

2) NYSE-Regulation 104.10(6). Hingewiesen sei auch auf die einschlägige Kritik im Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 121 - 123. Als diese Kritik verfaßt wurde, bestand die oben angeführte Vorschrift meines Wissens noch nicht.

le Bestimmungen zu dem Zweck, den Eigenhandel von specia-
sts auf der stärkeren Marktseite zu inhibieren oder we-
gstens zu drosseln und so die Börsenkurse möglichst nahe
ihren Vorkursen zu halten, heben sich durch Unschärfen
utlich von den entsprechenden Vorschriften für Registered
aders ab. Trotzdem sind die Transaktionen der specialists
ch dem Tick-Test zu 85 % stabilisierend, nur ungefähr
. % der Gebote der specialists festigen die stärkere Markt-
eite[1]. Anstatt an den nebelhaften Vorschriften orientie-
en sich die specialists möglicherweise an der durchschnitt-
chen Stabilisierungsquote; wenigstens läge dies nahe. Denn
ufgrund ihrer Meldungen über ihren Eigenhandel[2] wird jedem
pecialist jährlich viermal von der NYSE ein Bericht zuge-
chickt, in dem ihm seine Stabilisierungsquote (neben dem
nteil seines Eigenhandels am Gesamtumsatz seiner Werte)
erausgestellt und mit der Stabilisierungsquote verglichen
ird, die specialists durchschnittlich erreichten[3].

uch odd-lot dealers ist es nicht erlaubt, nach Belieben in
en ihnen zugeteilten Titeln für eigene Rechnung round-lot-Ge-
öte auf welcher Marktseite auch immer abzugeben. Solche
ebote sind nur zulässig, wenn sie für den Handel in odd
ots vernünftigerweise notwendig sind[4].

) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 5e f., S. 102. Ein Ver-
gleich mit den dort angegebenen entsprechenden Werten
für floor traders ist nicht möglich, da inzwischen
für letztere wichtige neue Vorschriften erlassen wur-
den.

) NYSE-Regulation 104A.50.

) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 32.

) NYSE-Rule 99; siehe auch Sec. 11(b), S. 2 SEA.

In diesem Sinne notwendig sind Gebote, mit denen sich ein odd-lot dealer wieder glatt stellt, wenn sich im Verlauf des odd-lot-Handels seine gewöhnlich äußerst niedrigen Bestände[1] in einem bestimmten Titel verändern oder wenn dies zu erwarten ist. Solche Gebote unterliegen keinen besonderen Diskriminierungen, auch wenn sie auf der stärkeren Marktseite abgegeben werden[2]. In ihnen schlagen sich ja auch nur die Dispositionen der Kundschaft nieder und so kann dieser Handel unter Stabilisierungsgesichtspunkten auch durchaus als Handel für Außenstehende, insbesondere für Anleger, angesehen werden und ist insoweit auch der Ausführung von Kundenorders gleichgestellt. Ein Eigenhandel über dieses Maß hinaus ist odd-lot dealers aber ebenso erschwert wie anderen Mitgliedern.

Bis hierher wurden die Bemühungen der NYSE dargestellt, die Kurse zu stabilisieren, indem auf der stärkeren Markt-

---

1) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 188. Obwohl odd-lot dealers dann frei handeln dürfen, sind die Spannenerträge aus dem round-lot-Geschäft der odd-lot dealers laut derselben Quelle in der Regel negativ, d.h. sie kaufen zu höheren Kursen odd lots ein, als sie diese zu round lots zusammengefaßt verkaufen können (umgekehrt bei odd-lot-Verkäufen). Meines Erachtens ist jedoch die Zurechnung von negativen Spannenerträgen (Eigenhandelsverlusten) in Höhe der Differenz zwischen den niedrigeren tatsächlichen Gesamterträger und den höheren Provisionserträgen allein zum round-lot-Handel unzulässig, wie sie in der Special Study vorgenommen wird. Die Eigenhandelsverluste im odd-lot-Handel können schließlich größer sein als diese Differenz; dann brächte der round-lot-Handel (positive) Spannenerträge.

2) Dies schließt nicht aus, daß sich odd-lot dealers nicht aus Kollegialität zum specialist, der in den gleichen Titeln wie sie registriert ist, freiwillig stabilisierend verhalten, wie es im Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 189, insbesondere Fußnote 416, berichtet wird.

seite ein Teil der Gebote diskriminiert wird[1]. Auch das entgegengesetzte Vorgehen ist zu diesem Zwecke üblich. Statt oder besser außer die stärkere Marktseite zu beschneiden wird versucht, die schwächere Marktseite anzugleichen. Einige Mittel der NYSE zur Kursstabilisierung sind hier einzuordnen: Reflexe der Bestimmungen über Leerverkäufe und der Eigenhandelsrestriktionen für Registered Traders und specialists, der Eigenhandel von Börsenmitgliedern, die dazu von einem Floor Official ausdrücklich aufgefordert sind, und die Verpflichtung der specialists zum Eigenhandel auf der schwächeren Marktseite.

---

1) Der Diskriminierung von Geboten auf der stärkeren Marktseite stehen bestimmte Möglichkeiten gleich, Aufträge von der stärkeren Marktseite zurückzuziehen und auf anderen als den Märkten der NYSE auszuführen (wenn dies nicht, über Arbitrage z.B., wieder Rückwirkungen auf die NYSE-Märkte hat). Derartige Ausnahmen vom Börsenzwang der NYSE (Art. XIV Sec. 8 NYSE-Constitution) enthalten die NYSE-Rules und Regulations 390A - 396 hauptsächlich für Aufträge normaler Größe in Titeln mit engen Börsenmärkten und für Großposten.

Auf diese speziellen Stabilisierungsmittel wird vor allem deshalb nicht näher eingegangen, weil materiell keine Unterschiede zu deutschen Verhältnissen bestehen. Auch hier kann sich jeder den für ihn günstigsten Markt aussuchen oder aussuchen lassen. Wegen des strengen Börsenzwanges des NYSE sind aber ausdrückliche Ausnahmeregelungen nötig, um den Börsenmitgliedern das zu ermöglichen. Wenigstens genannt seien die secondary distribution (NYSE-Rule 393 und zugehörige Regulations) sowie specialist block purchases und specialist block sales (NYSE-Rule 107). Die beiden letzten Handelsarten für Großposten sind selten - pro Jahr durchschnittlich acht specialist block purchases - und werden von den Mitgliedern unterschiedlich beurteilt (Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 130 - 132).

Auf die Frage, ob all die Gebote, die specialists und traders für eigene Rechnung bei Marktverhältnissen abgegeben hatten[1] oder selbst gern abgegeben hätten, bei denen sie nicht zulässig waren, bei anderen Marktverhältnissen die schwächere Marktseite stärken, sind zwei extreme Antworten denkbar: All diese Gebote oder keines dieser Gebote werden zu den Geboten hinzukommen, die diese Händler auf der schwächeren Marktseite abgegeben hätten, bestünden diese Einzelhandelsrestriktionen nicht. Wie die genannten Händler sich verhalten werden, hängt von den erwarteten Spannenerträgen oder, anders ausgedrückt, von ihren Kursänderungserwartungen ab.

Da keinesfalls davon ausgegangen werden kann, daß der Effekt der Eigenhandelsrestriktionen, den möglichen Abschlußzeitpunkt hinauszuschieben und dadurch noch einen Teil der Kursentwicklung beobachten zu können, für die bestimmte Erwartungen bestehen[2], keine Wirkungen auf die mit einem Abschluß erwarteten erzielbaren Spannenerträge hat, ist die erste Antwort sicher unzutreffend. Tritt nämlich die erwartete Kursänderung bereits in dieser Zeit ein, entfällt das Motiv des Händlers für den Abschluß.

Tritt die erwartete Kursänderung zunächst nicht oder nur teilweise ein, ist offen, wie er sich entscheiden wird. Entspricht die Kursentwicklung dann nicht den Erwartungen des betrachteten Händlers, kann dieser deshalb gera-

---

1) Solche Gebote müßten von anderen Mitgliedern für traders abgegeben sein. Vgl. hierzu NYSE-Regulations 112.22 und 104A.20.

2) Auch genau der entgegengesetzte Effekt von Eigenhandelsrestriktionen ist denkbar. Auch wenn man ihn berücksichtigte, ergäben sich keine anderen Aspekte.

de auf höhere Spannenerträge hoffen; treten seine Erwartungen nur teilweise ein, wird er möglicherweise sein Gebot aus der vermeintlich günstigsten Situation auch noch bei einer weniger günstigen Marktlage aufrecht erhalten, in der er abschließen darf. Auch die zweite Antwort ist demnach nicht zu halten. Ein Reflex der Eigenhandelsrestriktionen auf den Umfang der für eigene Rechnung der Börsenhändler jeweils auf der schwächeren Marktseite abgegebenen Gebote ist folglich zwar nicht von der Hand zu weisen, sein Ausmaß ist aber unbestimmt. Je kürzerfristiger Börsenhändler gewöhnlich spekulieren, desto häufiger wird die allernächste Kursentwicklung die von dem betrachteten Händler erwartete Kursänderung bringen und desto geringer wird das Ausmaß dieses Reflexes sein[1]. Wo ein solcher Reflex aber auftritt, wird er im Sinne des Tick-Tests stabilisierend wirken.

Im Hinblick auf Reflexe der Restriktionen bei Leerverkäufen können Überlegungen angestellt werden, die denen hinsichtlich der Reflexe von Eigenhandelsrestriktionen genau entsprechen und die ebenfalls zu dem Ergebnis führen, daß im Sinne des Tick-Tests stabilisierende Wirkungen zu erwarten sind. Diese stabilisierenden Reflexe der Bestimmungen über die Leerverkäufe sind sogar stärker[2] als die der Eigenhandelsrestriktionen, da auch Anleger fixen.

---

1) Ein Indiz dafür, wie kurzfristig die Spekulation der Kulisse gewöhnlich ist, kann durchaus darin gesehen werden, daß Börsenhändler häufig glatt oder nur mit Positionen von der Börse gehen, die gemessen an ihrem Handelsvolumen sehr gering sind. Diese bekannte Erscheinung wurde von der SEC unter dem Stichwort "daylight trading" untersucht. Vgl. hierzu Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 94 - 96, S. 56.

2) Gemessen in Prozent der jeweils diskriminierten Gebote.

Deren Gebote sind zum einen gewöhnlich an größeren und erst nach längerer Zeit als bei Händlern zu realisierenden Spannenerträgen orientiert, so daß diese Gebote weniger schnell widerrufen werden. Zum anderen können Anleger auch aus technischen Gründen die für sie abgegebenen Gebote weniger schnell widerrufen als Händler. Beides hat zur Folge, daß Gebote, die zunächst der Restriktionen wegen unzulässig sind, beim Fixen in größerem Maße nachgeholt werden, wenn die Marktlage sich ändert, als beim Eigenhandel.

Rule 111(c)(4) läßt ausnahmsweise einen aktiven Eigenhandel[1] bestimmter Mitglieder der NYSE zu, sofern diese Gebote abgeben, nachdem sie in einer schwierigen Marktsituation von einem Floor Official ausdrücklich dazu aufgefordert worden sind. Ob und wie häufig Floor Officials Mitglieder auffordern, durch Gebote für eigene Rechnung die schwächere Marktseite zu stärken und in welchem Umfang diese Mitglieder sich unter den genannten, auf solche Situationen zugeschnittenen Vorschriften zur Stabilisierung beitragen, ist aus den vorliegenden Unterlagen nicht ersichtlich.

Das wichtigste Instrument der NYSE, die schwächere Marktseite zu stärken, ist indessen fraglos die Verpflichtung der specialists, auf dieser Marktseite zu bieten. Die NYSE hält es generell für wenigstens wünschenswert, daß specialists in einem - an den jeweiligen Marktverhältnissen gemessen - vernünftigen Umfang mit eigenen Geboten einspringen, wenn es an Stabilität oder Markttiefe fehlt oder wenn sonst Angebot oder Nachfrage verschieden groß sind; gleiches gilt, wenn auch nur, vernünftigerweise

---

1) Vgl. hierzu Fußnote 1 auf S. 168.

mit solchen Schwierigkeiten gerechnet werden muß.[1] In einigen Ausnahmefällen sind specialists sogar verpflichtet, die schwächere Marktseite zu stärken[2]. Insgesamt ist für den Effekt dieser nicht eben klaren Vorschriften entscheidend, wie sie die NYSE im einzelnen interpretiert. Die Börse erwartet, daß specialists Stabilisierungstransaktionen in sehr beträchtlichem Umfang durchführen und sich dabei nicht vor erheblichen Verlusten scheuen.

Welche Ausmaße solche Stabilisierungsaktionen von specialists erreichen können, mögen zwei Extremfälle andeuten: Die NYSE ermahnte einen specialist zu Stabilisierungsaktionen in einem von ihm betreuten Titel und teilte zugleich mit, sie gehe davon aus, daß ihm ein Verlust zwischen 25.000 und 50.000 $ zugemutet werden könne. In anderen Fällen sah die Börse von weiteren Schritten gegen specialists ab, welche die Kurse eines ihrer Titel nicht mehr stabilisierten, obwohl dies angezeigt erschien, nachdem diese specialists darlegten, sie hätten bei Stabilisierungsaktionen bereits Verluste bis zu 70.000 $ erfahren und sähen deshalb von weiteren derartigen Transaktionen ab[3]. Auch wenn Stabilisierungsaktionen dieser Größenordnung an sich nicht die Regel sind und auch wenn sich specialists mit sehr unterschiedlicher Intensität um die Stabilisierung[4] bemühen, zeigen diese Beispiele, daß es sich bei den angeführten Vorschriften keineswegs um Leertitel handelt, sondern daß sie specialists zu beträchtlichem Eigenhandel auf der schwächeren Marktseite veranlassen.

---

1) NYSE-Regulation 104.10(2).

2) NYSE-Regulation 104.10(5)(D) und (6)(C).

3) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 88.

4) Ebda., besonders S. 87, S. 113 f. Zur Verpflichtung der specialists zu handeln, siehe auch ebda., S. 88.

Derartige Stabilisierungsaktionen können specialists nur durchstehen, wenn sie über entsprechende Mittel verfügen. Um Positionen nicht gerade dann liquidieren zu müssen, wenn dadurch aller Wahrscheinlichkeit nach ein Kursanstieg oder Kursrückgang noch verstärkt wird, sind gleichfalls Mittel erforderlich. Daher werden von specialists und von Registered Traders bestimmte Handels- oder Betriebsmittelbestände verlangt. Specialists müssen je Art normal gehandelte Stammaktien (active common stock), die sie betreuen, 20 Schlußeinheiten aufnehmen können, also 2.000 Stück pro Titel. Bei einer normal gehandelten Vorzugsaktie müssen specialists 400 oder 100 Stück je Titel halten können. Handeln sie in inaktiven Werten, müssen sie stets über Betriebsmittel in Höhe von wenigstens 50.000 $ verfügen[1]. Ihren Verpflichtungen nachzukommen wird den specialists auch dadurch erleichtert, daß sie bei Effektenkrediten nicht den Restriktionen der Regulations T und U unterliegen[2].

Von Registered Traders werden bei der Zulassung Betriebsmittel in Höhe von 250.000 $ verlangt; die Zulassung kann ausgesetzt oder zurückgenommen werden, wenn nicht ständig wenigstens 175.000 $ für den Handel zur Verfügung stehen[3].

Die bisher erörterten Bestimmungen der NYSE reglementieren den Eigenhandel der specialists und traders so, daß er anders als zur Kursstabilisierung im Sinne des Tick-Tests kaum möglich ist. Ihn vollends diesem Ziel dienstbar zu machen, sind eine Reihe weiterer NYSE-Vorschriften geeig-

---

1) NYSE-Regulation 104.20. In diesem Zusammenhang sei auch auf Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 69 - 71 hingewiesen.

2) Sec. 4 (g) Regulation T, Sec. 3 (o) Regulation U, NYSE-Regulations 104.23 (letzter Absatz) und 104.30.

3) NYSE-Rule 111(b)(1) und Regulations zu Rule 111.

net. Diese betreffen aber nicht nur specialists und traders, sondern alle Börsenmitglieder, die regelmäßig aktiv für eigene Rechnung handeln.

Diesen Vorschriften liegt folgendes Konzept zugrunde: Eigenhändler können in einen um so schwereren Konflikt zwischen ihrer Aufgabe, Kurse zu stabilisieren, und ihrem Interesse geraten, möglichst hohe Spannenerträge zu erzielen, je größer bei gebenen Stabilisierungsaufgaben ihre Positionen sind, deren Wert von einer bestimmten Kursentwicklung abhängt. Hat ein specialist z.B. ein seller's option, wird er um so weniger gegen einen Kursrückgang tun, sondern im Gegenteil eher diesen Kursrückgang sogar noch um so mehr zu verstärken suchen, je größer diese Option ist. Von dieser Überlegung geleitet, hat die NYSE verschiedene Vorschriften erlassen. Sie sind vor dem Hintergrund der exhibitiven Kursmanipulationen von Pools zu sehen.[1] Auch für denjenigen, der die Geschichte dieser Vorschriften nicht kennt, fügen sie sich nahtlos in den Verband der übrigen Stabilisierungsvorschriften ein. Handelsgebote und -verbote zur Kursstabilisierung fallen auf sehr unfruchtbaren Boden, wo gerade lebhaftes Interesse an kräftigen Kursbewegungen besteht.

NYSE-Rule 93 verbietet grundsätzlich jeden aktiven Eigenhandel für gemeinschaftliche Rechnung eines Börsenmitglieds und einer Person, die nicht seiner Mitgliedsfirma angehört. Nur im Arbitragegeschäft engagierte Mitglieder sind von

---

1) Hierzu sei auf die Ausführungen oben S. 43 verwiesen. Daß diese Vorschriften zugleich Realisationsrisiken und Nachweisrisiken zu verringern geeignet sind, bedarf keiner weiteren Ausführungen. In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf L. Loss, a.a.O., Bd. 1, S. 1206; Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 66, S. 177 f.

diesem Verbot ausgenommen, sowie specialists und odd-lot dealer insoweit, als sie in gemeinschaftlicher Rechnung mit einem bestimmten anderen Mitglied oder einer anderen Mitgliedsfirma handeln. Poolbeteiligungen von Börsenmitgliedern, die insbesondere specialists verständlicherweise gern angetragen wurden, sind damit sowohl allgemein durch Sec. 10(b) SEA als auch speziell durch diese NYSE-Vorschrift inkriminiert[1].

Aktiver Eigenhandel an der Börse ist ferner jedem Mitglied in allen den Titeln verboten, auf die es direkt oder indirekt für eigene Rechnung einen put, call, straddle oder eine option erhalten oder gewährt hat[2]. Diese Vorschriften treffen vor allem die Mitglieder, die regelmäßig aktiv handeln dürfen. Specialists und odd-lot dealers ist es sogar gänzlich untersagt, in den von ihnen betreuten Titeln solche Rechte in irgendeiner Form zu erwerben, zu erhalten oder zu gewähren; das gilt auch für die Mitgliedsfirmen, denen specialists oder odd-lot dealers angehören, und für alle anderen Teilhaber dieser Firmen[3]. Besonders diesen Mitgliedern könnte es ja auch glücken, auf andere Weise als durch aktiven Eigenhandel Einfluß auf die Kursentwicklung zu nehmen, etwa dadurch, daß sie Kundenorders in bestimmter Weise handhaben oder es unterlassen, sich glatt zu stellen[4]. Außerdem soll

---

1) Auch eine mögliche Form der Umgehung dieses Verbots durch Handelsvollmacht über ein Konto Dritter und wie auch immer geartete Vergütung des damit verbundenen Auftrages ist inkriminiert (NYSE-Rule 95).

2) NYSE-Rule 96.

3) NYSE-Rule 102 und 105.

4) Da dies mit Einschränkung auch für andere Mitglieder gilt, haben die NYSE-Vorschriften hier eine Lücke. Allerdings ist der passive Eigenhandel durch Rule 92 sehr schwert und im Gegensatz zum specialist und odd-lot dealer müssen andere Mitglieder stets mit einem Eingreifen des specialist rechnen, wollen sie die Kursentwicklung in eine bestimmte Richtung lenken.

gerade specialists nichts daran hindern, bei Bedarf in ihnen zugeteilten Papieren aktiv zu werden. Deshalb sind ihnen sowohl die genannten Terminpositionen als auch Poolbeteiligungen grundsätzlich verboten[1].

In gleicher Weise wie die genannten Positionen können natürlich einfache Effektenbestände[2] zu einem Interessenkonflikt führen. Registered Traders unterliegen den einschneidendsten Eigenhandelsbestimmungen und odd-lot dealers halten in der Regel - vorschriftsmäßig - nur geringfügige Pufferbestände,[3] bedingt durch die Losgrößentransformation, die odd-lot-Händler besorgen. Interessenkonflikte dort sind so entweder unbedeutend oder sie können sich nur in besonders intensiven Kursstabilisierungsbemühungen der Händler niederschlagen. Ähnliches gilt für Mitglieder, die prinzipiell nur passiv für eigene Rechnung handeln dürfen. Specialists dagegen haben nicht nur gewisse Freiheiten im Eigenhandel, sondern sie können auch am leichtesten von allen Mitgliedern auf den Kurs eines von ihnen betreuten Titels einwirken, so daß auf potentielle Interessenkonflikte bei ihnen besonders geachtet werden muß. Die SEC hat folgerichtig die Effektenbestände der specialists heftig kritisiert, die diese statt auf ihren Handelskonten auf sogenannten investment accounts halten[4]. Höhere Effektenbestände von specialists als im Zuge von Stabilisierungsaktionen unbedingt nötig sind der SEC ein Dorn im Auge[5]. Die NYSE

---

1) NYSE-Rule 105.

2) Ob es sich dabei um positive oder negative Bestände handelt, ist hier gleichgültig.

3) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 188; vgl. auch NYSE-Rule 99.

4) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 133 - 135.

5) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 82, S. 135 f.

hat dementsprechend 1967 restriktive Bestimmungen für investment accounts von specialists erlassen[1].

Durch Verbote, auch wenn sie Erfolg haben, wird das Interesse an gewinnträchtigen Effektenpositionen nicht geringer. Die NYSE versucht daher auch, ein solches Interesse nicht dadurch zu erregen, daß Mitglieder und insbesondere specialists in den Besitz von Insiderinformationen gelangen, sei es direkt durch Posten bei Emittenten[2], sei es indirekt über Aufträge von Insiderkunden[3]. Auch diese Vorschriften, die an Determinanten von Beständen und von Geboten der specialists für eigene Rechnung anknüpfen, scheinen grundsätzlich geeignet abzusichern, daß die specialists sich den Stabilisierungsvorschriften konform verhalten und sich auf die ihnen zugedachte Aufgabe konzentrieren, nicht aber darauf, diese Vorschriften zu unterlaufen.

---

1) NYSE-Regulation 104.12 und 104.20 (letzter Absatz). Auf diese Bestimmungen wäre bereits bei der Behandlung der Diskriminierung von Geboten auf der stärkeren Marktseite und der Verpflichtung zur Stabilisierung einzugehen gewesen. Um diese Abschnitte übersichtlich zu halten, wurde davon abgesehen.
Da nicht nur Bestände der specialists selbst, sondern auch die ihnen Nahestehender in diesem Zusammenhang von Bedeutung sein können, hat der specialist bestimmte Veränderungen von Beständen in Titeln, die ihm zugeteilt sind, zu melden (NYSE-Rule 113(c) und Regulation 113.10).

2) NYSE-Rule 460(b); vgl. aber auch Rule 318 und zugehörige Regulations. Diese Vorschriften sollen darüber hinaus gewährleisten, daß der specialist unabhängig ist. In diesem Zusammenhang sei auf die entsprechende Vorschrift für Kursmakler hingewiesen (§ 32 Abs. 2 BG), die anders als die NYSE-Bestimmungen nicht in ein Netz verwandter Vorschriften eingeflochten ist, sondern völlig isoliert dasteht, was im nächsten Abschnitt noch deutlicher werden wird.

3) NYSE-Rule 113(a) und (b). Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Kritik der SEC am Kontaktprogramm der NYSE, das entgegen solchen Überlegungen Emittenten und die deren Emissionen betreuenden specialists zusammenführte (Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 157 - 160).

Als flankierende Vorschrift - allerdings nur zu den Bestimmungen zur Stärkung der schwächeren Marktseite - kann auch die "excessive trading rule"[1] angesehen werden. Danach darf keine Mitgliedsfirma und kein Teilhaber einer solchen, sei er Börsenmitglied oder nicht, im Lichte der vorhandenen finanziellen Mittel oder von den jeweiligen Marktverhältnissen her betrachtet, exzessiv handeln. Da in der Vorschrift nur absolut unzureichend präzisiert wird, was unter "exzessiv" zu verstehen ist, und da auch Interpretationen hierzu unterblieben, kann von dieser Vorschrift keine nennenswerte Wirkung erwartet werden[2].

Ähnlich wie die Frankfurter Börse vernachlässigt die NYSE Kurspflegeorders in ihren Bestimmungen[3], allerdings aus ganz anderen Gründen. Kurspflegeorders werden in der vorliegenden amerikanischen Literatur nicht als Elemente der Kursstabilisierung erwähnt, sondern es wird ihnen als Mittel exhibitiver Kursmanipulationen im SEA und von der SEC sehr viel Beachtung geschenkt. Während der Placierung von Emissionen sind sie verboten[4], es sei denn, sie entsprächen genau den Anforderungen der SEC[5].

---

1) NYSE-Rule 435(1).

2) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 227 f. Diese Vorschrift ist noch älter als die Saperstein-Interpretation. Die seither ergangenen Bestimmungen geben Handhaben, die sehr viel bestimmter sind, so daß diese Rule 435(1) als überholt anzusehen ist.

3) Lediglich NYSE-Regulation 123A.65 befaßt sich mit Kurspflegeorders und verweist auf die einschlägigen SEC-Rules zu Sec. 10(a) SEA.

4) Soweit kein Bezug zu einer Placierung besteht, ist besonders Sec. 9(a)(2) SEA zu beachten. Vgl. hierzu L. Loss, a.a.O., Bd. 3, S. 1549 - 1560, S. 1593 f.

5) SEC-Rules 10b-6, 7, 8 und 12a-2. Hierzu existiert eine umfangreiche Literatur. Hingewiesen sei nur auf L. Loss, a.a.O., Bd. 3, S. 1571 - 1614 und E. Weiss, a.a.O., S. 132 - 155.

Kommt es trotz der Vorkehrungen der Börse zu größeren Kurssprüngen, sehen auch die Bestimmungen der NYSE neben einem besonderen Überprüfungsverfahren die Möglichkeit vor, den Handel insgesamt oder nur in einem oder mehreren Titeln auszusetzen. Anders als in Frankfurt wird bei Schwankungen der Kurse normal gehandelter Aktien von einem Kurspunkt - bei Vorkursen unter 20 - und von zwei Kurspunkten - bei Vorkursen von 20 oder darüber - nur die Veröffentlichung so stark vom jeweiligen Vorkurs abweichender Kurse von der Genehmigung eines Floor Official abhängig gemacht[1]. Bei starken Kurssprüngen von Obligationen muß ähnlich wie in Frankfurt ein Floor Official vor dem Abschluß konsultiert werden. Dieser kann dann verlangen, daß zunächst versucht wird, den Kurssprung zu vermeiden, indem ein entsprechendes Gebot über den Ticker verbreitet wird[2]. In derartigen Fällen herangezogen steht einem Floor Official auch die Entscheidung darüber zu, ob der Handel ausgesetzt wird[3]. Nach NYSE-Rule 51 Abs. 2 ist eine Aussetzung für Bruchteile der Börsenzeit oder auch länger immer dann möglich, wenn der zuständige Herr der Börsenverwaltung sie im öffentlichen Interesse für angebracht hält[4].

---

1) NYSE-Regulation 79A.30; vgl. auch Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 140. Eine Folge dieser Vorschrift scheint es zu sein, daß Kurssprünge in diesem Ausmaß vermieden werden können. Notfalls werden Zwischenkurse eingelegt (ebda., S. 125 f.).

2) NYSE-Regulation 79A.40.

3) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 140.

4) Vgl. auch B.E. Shultz, a.a.O., S. 142. Welche konkreteren Kriterien bei der Entscheidung, ob ausgesetzt werden soll oder nicht, herangezogen werden, geht aus den vorliegenden Materialien nicht hervor. Kurssprünge von 20 % scheinen aber als hinreichender Grund für eine Aussetzung angesehen zu werden (vgl. Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 124 f.), mindestens muß es sich aber um Kursschwankungen handeln, infolge derer die beteiligt Händler einen Floor Official heranziehen müssen.

Wie oben bereits ausgeführt, wirkt Aussetzung nur zufällig auch kursstabilisierend. Im Verband der NYSE-Regelungen ist Aussetzung noch mehr als im Handel an der Frankfurter Börse als Mittel zu interpretieren, das dann eingesetzt wird, wenn die Stabilisierungsvorkehrungen nicht ausreichen. Der Handel wird unterbrochen, eine Pause wird eingeschoben. Nicht nur wenige, sondern nahezu alle Auftraggeber erhalten so Gelegenheit, ihre Orders der veränderten Geschäftsgrundlage anzupassen, und sehen sich nicht plötzlich teils verärgert, teils natürlich aber auch erfreut Abrechnungen gegenüber, die sie nie erwartet hätten[1]. Erst auf der so gewonnenen neuen Grundlage wird der Handel in seinen gewöhnlichen Bahnen fortgesetzt.

Schon der Umfang der Vorschriften zur Kursstabilisierung an der Frankfurter Wertpapierbörse einerseits und an der NYSE andererseits legen den Schluß nahe, daß die Verringerung von Realisationsrisiken insbesondere der Anleger der Börse dort ein dringlicheres Anliegen ist als der Börse hier. Indes kommt es weniger auf quantitative Unterschiede als auf qualitative Unterschiede an. Die Vorschriften zur Kursstabilisierung verlangen es oder erlauben es wenigstens, bestimmte Mittel einzusetzen. Teils sind dies Mittel, welche die Gefahr von Kursschwankungen von vornherein verringern oder Ausschläge dämpfen, teils

---

1) Wenn G.D. Stigler, a.a.O., S. 130, meint, den Handel zu verhindern sei keine Aufgabe der Börse, hat er sicherlich Recht. Daß er aber glaubt, den Handel auszusetzen sei lediglich eine ambitiöse Erklärung der Börse, daß die Kurse nicht korrekt seien, zu denen nach den vorliegenden Geboten zu handeln wäre, weist ihn nicht als Kenner von Börsenproblemen aus. Die Börse hält es dann nur für fair, den Auftraggebern die Chance zu bieten, sich der neuen Situation anzupassen, an ihre Orders [illegible] etwa [illegible] Stornobestätigungen, wie die Börsenhändler formulieren zu können.

solche, die bei Gefahr eines starken Kurssprungs den nächsten Kurs wenn nicht dem vorhergehenden angleichen, so doch so gut wie irgendmöglich fundieren.

Über Mittel des zweiten Typs kann an beiden Börsen verfügt werden, über Aussetzung und andere besondere Verfahren bei starken Kursschwankungen. Anders ist es bei Mitteln des ersten Typs. Sieht man von der Kurspflege ab, die - wenn überhaupt - nicht von der Börse, sondern von dem Emittenten um ihres Standing oder auch um anderer keineswegs altruistischer Gründe willen getrieben wird und die weder die NYSE noch die Frankfurter Börse reglementiert hat[1], so bedient sich die Frankfurter Börse nur eines einzigen Mittels dieses Typs, nämlich der Repartierung. Dagegen setzt die NYSE davon ein ganzes Arsenal ein. Darüber hinaus unterscheiden sich diese Mittel beider Börsen noch dadurch, daß es zur Repartierung des ad-hoc-Beschlusses eines besonderen Börsenorgans bedarf, während die Mittel der NYSE ganz überwiegend so in das Handelsverfahren eingebettet sind[2], daß die Handelsalternativen der Börsenmitglieder weitgehend entweder dem Stabilisierungskonzept

---

1) Nicht übersehen werden darf jedoch, daß für die NYSE wegen der oben angegebenen umfangreichen, strengen staatlichen Vorschriften wenig Anlaß besteht, eigene schärfere Bestimmungen zu erlassen, während es der Frankfurter Wertpapierbörse aus der Sicht der Anleger gut anstünde, entweder wenigstens den vergleichsweise sehr engen Kursbetrugsparagraphen (§ 88 Abs. 1 BG) zu konkretisieren oder aber darüber hinaus zu gehen. Vgl. in diesem Zusammenhang Meyer-Bremer, Börsengesetz, 4. Aufl., Berlin 1957, Anm. 2 zu § 88.

2) Die Einschußvorschriften der SEC und der NYSE haben in gewisser Hinsicht ein Gegenstück in den Beleihungsgrundsätzen deutscher Banken beim Effektenlombard, jedoch entspricht der Beleihungssatz etwa der Angeldquote. Ferner stehen die deutschen Grundsätze Beleihungen über das übliche Maß hinaus nur bei bestimmten Instituten im Wege. Es bewirken nur die amerikanischen Vorschriften einen Korridor möglicher Kursschwankungen, die keine Zwangsverkäufe auslösen können.

entsprechen oder unzulässig sind. So wendet jedes Mitglied selbst automatisch diese Mittel an. Nur wenn Mitglieder dazu aufgefordert werden, durch aktiven Handel für eigene Rechnung zur Kursstabilisierung beizutragen, bedarf es ähnlich wie an der Frankfurter Börse eines besonderen Beschlusses. Im Gegensatz zu denen der Frankfurter Börse wirken die meisten Mittel der NYSE deshalb nicht nur ausnahmsweise, sondern permanent. Nicht allein an Zahl, auch an Qualität sind die Stabilisierungsmittel der NYSE denen der Frankfurter Börse überlegen.

Verbesserungen dieser Stabilisierungsmittel sind indes denkbar. An beiden Börsen fehlt es an klaren Kriterien, an denen sich derjenige orientieren kann, der die Entscheidung über eine Aussetzung zu fällen hat. Das kann darauf zurückgeführt werden, daß nicht hinreichend geklärt ist, warum überhaupt bei drohenden Kurssprüngen ausgesetzt wird. In jedem Falle kann eine Aussetzung wenigstens dadurch begründet werden, daß ein drohender starker Kurssprung regelmäßig Anlaß zu Neudispositionen und Umdispositionen bereits vorliegender Orders Anlaß sein wird. Diese rechtzeitig vorzunehmen soll nicht allein das Privileg hauptsächlich der standortbegünstigten und somit reaktionsschnelleren Börsenhändler sein. Geht man davon aus, daß Anleger gewöhnlich ihre Dispositionen an den Vortageskursen und an Erfahrungssätzen über maximale Kurssprünge von Tag zu Tag ausrichten, kommt man zu dem Ergebnis, daß genau bestimmte, nach Art der Titel differenzierte drohende Kursabweichungen als Entscheidungskriterien bei der Aussetzung geeignet sind. Ein solches Kriterium könnte z.B. das Doppelte oder Dreifache der durchschnittlichen Kursschwankung von Tag zu

Tag im letzten Monat sein[1]. Eine bestimmte mittlere prozentuale Abweichung von Vortageskursen für alle Aktien einheitlich als Kriterium zu verwenden hieße bei heißen Aktien, oft unbegründet aussetzen, bei ruhigen Titeln, das Kind ab und zu einmal in den Brunnen fallen lassen.

In Ausnahmefällen kann Aussetzung aber auch durch Abwägung der Interessen der potentiell Benachteiligten und der potentiell Begünstigten begründet werden. Die Börse wird dann von der Frage ausgehen, ob die nicht angepaßten Aufträge insbesondere reaktionsschnelleren Händlern günstigere Abschlüsse ermöglichen als sie nach einer Aussetzung zu erzielen wären. Wird die Frage verneint, gibt es keine gegensätzlichen Interessen abzuwägen. Wird diese Frage bejaht, ist zu unterscheiden, ob die vor den Reaktionsschnelleren als schutzbedürftig und als schutzwürdig anzusehenden schuldlos Reaktionslangsameren nur benachteiligt sein werden, wenn die Kursentwicklung sich in gleicher Richtung fortsetzt, oder auch dann, wenn es zu einer Umkehr dieser Entwicklung kommt; anders ausgedrückt:

---

1) Gegen die Aussetzung wird mitunter der Einwand erhoben, sie hindere die schnellstmögliche Beschaffung von Zahlungsmitteln. Sollten Zahlungsmittel tatsächlich anders nicht günstiger zu beschaffen sein, steht der Weg eines außerbörslichen Verkaufs offen. Für gewöhnlich börsentäglich veräußerbare Titel könnten aber durchaus, einem Vorschlag von W. Stützel, Förderung des Effektensparens, a.a.O., S. 23, zufolge, die Börsenaufträge in der Weise differenziert werden, daß die sofortige Ausführung verlangt werden könnte. Wäre dies nicht ausdrücklich gewünscht, würde die Ausführung bei Kursschwankungen ausgesetzt. Welche Rückschlüsse aus Änderungen des Aufkommens der dringlichen Orders auf Informationsvorsprünge gezogen werden und wie diese Schlüsse auf die Interessen von Börsenhändlern wirken ist eine subtile und nur mit besonderer Rücksichtnahme auf das Zusammenspiel aller an der betrachteten Börse gegen Realisationsrisiken gerichteten Instrumente zu beantwortende Frage. Sie geht weit über das Ziel dieser Arbeit hinaus, eine kritische Darstellung von Börsenaufgaben und zu deren Erfüllung tatsächlich eingesetzten Mitteln zu geben, und kann daher nicht weiter verfolgt werden.

ob sowohl Käufer als auch Verkäufer zu schützen sind oder nicht. Sind Käufer und Verkäufer zu schützen, führen Interessenabwägungen nicht weiter. Anders ist es jedoch, muß nur oder wenigstens überwiegend eine Marktpartei geschützt werden. Es kommt dann auf die Kursentwicklung in der allernächsten Zukunft an, ob sich diese Partei über eine Aussetzung ärgern oder freuen wird. Da nur dann dem Interesse der zu schützenden Partei sicher entsprochen werden kann, sind Aussetzungen aufgrund von Interessenabwägungen deshalb nur sinnvoll, wenn die Kursentwicklung wenigstens kurzfristig fixiert ist, wie z.B. beim Bekanntwerden von Übernahmeangeboten. Nur in solchen Fällen spielt entgegen der Meinung Stiglers die erwartete Kursentwicklung für Aussetzungen eine Rolle, und dann wäre eine "Spekulation" gegen die nicht angepaßten Gebote zur Verhinderung von Kurssprüngen, wie sie Stiglers Anti-Aussetzungskonzept der "Omniscience Unlimited" entspräche[1], eine glatte offene Vermögensverschiebung. In solchen Fällen kommt es daher auf das Ausmaß des erwarteten Kurssprunges gar nicht an. Wenn plötzlich eine Kursänderung mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist, muß ausgesetzt werden.

Müßte nach Maßgabe derartiger Kriterien ausgesetzt werden, wären Anleger durch dieses Instrument wirksamer und weniger zufällig vor Realisationsrisiken geschützt[2]. Mutatis

---

1) G.J. Stigler, a.a.O., S. 130.

2) Ob bereits nach derartigen Kriterien ausgesetzt wird, weil die kodifizierten Kriterien unzureichend sind, läßt sich aufgrund des greifbaren Materials nicht entscheiden. Jedenfalls sollten im Interesse der Markttransparenz die Kriterien auch publiziert werden, nach denen ausgesetzt wird. Neben der Frage, wann überhaupt ausgesetzt wird, spielt es auch eine sehr große Rolle für den Anlegerschutz, wie schnell dann ausgesetzt wird. Nach der Ermordung von Präsident Kennedy benötigte die NYSE für das Beschlußverfahren eine halbe Stunde. Vgl. hierzu F.R., Börsenpanik untersucht, in: FAZ, Nr. 220 vom 27. Januar 1964.

mutandis sind solche Überlegungen auch geeignet, Zweifel an der Zweckmäßigkeit der Kriterien zu wecken, anhand derer über Repartierung und die Einleitung der besonderen Verfahren bei starken Kursschwankungen entschieden wird. Bei den Plus- und den Minusankündigungen moniert darüber hinaus Stützel, daß nur in den Börsensaal gerufen werde[1]. Bei dem entsprechenden Verfahren im Handel von bonds an der NYSE erhalten nicht primär nur Börsenhändler die Information, sondern über den Ticker wird ein sehr viel größerer Kreis potentieller Interessenten zu weiteren Geboten aufgefordert. Der Ticker unterrichtet ganz generell einen großen Interessentenkreis ereignisnah über die Marktlage, so daß ständig dazu aufgerufen wird, mit Geboten zu intervenieren. Praktisch wird kontinuierlich wie bei Plus- und Minusankündigung vorgegangen. Daher ist es auch nicht erstaunlich, daß für normal gehandelte Aktien ein solches besonders Verfahren nicht ausgeprägt ist, da anders als bei bonds die letzten Meldungen über die Marktlage nur kurze Zeit zurückliegen.

Die nachdrücklichste Kritik haben die Stabilisierungsmethoden der NYSE erfahren, die auf dem Tick-Test fußen. Die Beurteilung der Eigenhandelstätigkeit an der Börse nach dem Tick-Test, der das Grundkonzept der Stabilisierungsvorschriften enthält, impliziert, daß ein Abweichen von dem Vorkurs stets als negativ angesehen wird. Den Vorkurs zu halten ist dagegen positiv ("stabilisierend").

Von Stabilisierungsbemühungen wird gewöhnlich erwartet, daß sie darauf ausgerichtet sind, Schwankungen um einen Trend zu glätten. Die Tick-Test-Stabilisierung legt es jedoch deutlich darauf an, den Status quo zu zementieren.

---

1) W. Stützel, Förderung des Effektensparens, a.a.O., S. [illegible].

Nur in dem extremen Fall, daß der Kurs über längere Zeit auf dem gleichen Niveau bleibt, decken sich beide Konzepte. Grundsätzlich führt das NYSE-Konzept daher dazu, daß die Börsenkurse gerade nicht den Trendwerten entsprechen, die zuweilen als allokationsoptimale Gleichgewichtspreise angesehen werden. Das NYSE-Konzept kennzeichnet Stigler daher genauso wie das der SEC als "lacking of any logical basis"[1]. Eine ähnlich wie die der NYSE reglementierte, aber trendorientierte Stabilisierungsmethode verlangte eine "Omniscience Unlimited"; sie ist also nicht durchführbar. Stigler fordert dementsprechend freie Bahn für die Spekulation[2].

Während Stigler aus grundsätzlichen allokationstheoretischen Erwägungen heraus eine Ausrichtung an Zukunftswerten verlangt, wünscht die SEC eine noch stärkere Orientierung der Stabilisierungsbemühungen der NYSE an Vergangenheitswerten. An die Stelle von Vorkursen sollten wenigstens Vortageskurse treten[3]. Maßstab des Erfolges

---

1) A.a.O., S. 125. In diesem Zusammenhang sei noch einmal auf W.J. Baumol, a.a.O., hingewiesen, der sich auf breiterer Basis mit den Abweichungen der Börsenkurse von allokationsoptimalen Kursen befaßt. Daß solche Abweichungen grundsätzlich bestehen müssen, wurde im Abschnitt D des ersten Teils dieser Arbeit bereits ausgiebig diskutiert.

2) A.a.O., S. 130. Darauf, daß freie Spekulation von Börsenhändlern nicht nur bedeutet, ohne Restriktionen unter Einsatz erheblichen Vermögens auf zukünftige Preise zu wetten, sondern auch die Freiheit, jedwede sichere Gewinnmöglichkeit an der Börse zulasten von Anlegern wahrzunehmen, wurde bereits ausführlich eingegangen. Diese Argumentation wird gegen Stigler nicht noch einmal aufgenommen. Vgl. hierzu auch I. Friend, E.S. Herman, The SEC Through a Glass Darkly, in: The Journal of Business, Vo. 37 (1964), S. 399 - 403.

3) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 83 - 110 passim., besonders S. 103 und 294. In Rule 112(a) hat die NYSE diesen Vorstellungen der SEC hinsichtlich der Käufe von Registered Traders zum Aufbau von Positionen entsprochen.

der Stabilisierungstätigkeit sollte nach Meinung der SEC neben einem so modifizierten Tick-Test das Ausmaß der daran gemessen stabilisierenden Eigenhandelstätigkeit sein, genauer, die aus solchem Eigenhandel resultierenden Nettobestandsveränderungen. Obwohl es die SEC nicht ausdrücklich darlegt, richtet sie sich bei diesen Vorschlägen noch konsequenter als die NYSE an den Interessen eines risikoabgeneigten Anlegers aus, der von einem Tag zum andern disponiert und der durchaus als Haupttyp des schutzwürdigen Anlegers angesehen werden kann[1]. Wie oben gezeigt wurde, kommt es für die Börse ihres Aufgabensatzes wegen darauf an, gerade diesen Interessen Rechnung zu tragen.

Ein ganz anderes Problem jedes Stabilisierungskonzepts schneidet die Kritik Baumols an. Er weist das SEC-Konzept als naiv und oberflächlich zurück. Ingenieure hätten längst, Ökonomen auch schon vor einiger Zeit das Problem destabilisierender Wirkungen vermeintlich stabilisierender Eingriffe erkannt. Frequenz und Amplitude von Schwankungen erhöhten sich schon bei geringfügigen Fehleinschätzungen[2]. Baumol hat offenbar ganz eigene Thesen zur Erklärung von Kursbewegungen. Naturwissenschaftlichen Gesetzen ähnliche Theorien zur Erklärung von Börsenkursen hat indessen niemand aufgespürt. Vielmehr gilt die random-walk-Hypothese als am ehesten gesichert[3]. Danach

---

1) Auch auf diesem Weg der Angleichung der Ausgangspositionen im Handel wird die Börse dem Ideal eines vollkommenen Marktes angenähert. Das SEC-Konzept ist daher im Gegensatz zu Stiglers Vorschlägen sowohl an einem durch die Interessen der am Handel Beteiligten bestimmten Aufgabensatz wie auch an diesem Ideal gemessen positiv zu beurteilen. Vgl. hierzu I. Friend, E.S. Herman, a.a.O., S. 399 - 401.

2) W.J. Baumol, a.a.O., S. 26.

3) P.H. Cootner (Hrsg.), The Random Character of Stock Market Prices, Cambridge (Massachusetts) 1964; E.F. Fama, The Behavior of Stock Market Prices, in: The Journal of Business, Vol. 38 (1965), S. 34 - 105; H.C. Wallich, a.a.O.

haben die vorhergehenden Kurse keinerlei Einfluß auf die nachfolgenden. Sind die Kurse aber voneinander unabhängig, sind auch keine destabilisierenden Effekte, kein "backfiring" zu erwarten. Die Befürchtungen Baumols sind daher unbegründet[1]. Auch diese Kritik ist demnach nicht geeignet, das Ergebnis infrage zu stellen, daß die NYSE mit ihrem Kursstabilisierungskonzept ein brauchbares Mittel gegen Realisationsrisiken gefunden hat. Die Vorschläge der SEC weisen Wege, diese Wirkungen zu verstärken.

---

1) Im Anschluß an diese Überlegungen läßt sich die These vertreten, bei voneinander unabhängigen Kursen sei auch Stabilisierung unmöglich. Wenn damit ein wie auch immer geartetes Weichenstellen für mehrere zukünftige Kurse gemeint ist, trifft diese Ansicht zu. Jedoch können auch unabhängige Kurse in jede beliebige Relation zueinander gebracht werden, indem bei jedem einzelnen Abschluß in entsprechender Weise interveniert wird, stellt sich diese Relation nicht von selbst ein. Genau das ist das Konzept von SEC und NYSE. Ob solche Interventionen Erfolg haben, hängt lediglich davon ab, in welchem Umfang gezahlt und geliefert werden kann.

Außerdem stellt sich die Frage, ob es nicht angesichts der random-walk-These unsinnig ist zu erwarten, Börsenhändler könnten die Kurse beeinflussen, zu denen die Kundschaft bedient wird. Was gegenwärtige Kurse anbelangt, ist diese Frage bereits mit Nein beantwortet. Wie aber sollen zukünftige Kurse beeinflußt werden, ist nicht z.B. Mitlaufen bei unabhängigen Kursen für die Kunden unerheblich? Gäbe es keine Orderbestände an der Börse, wäre diese Frage zu bejahen. Eine Börse ohne Orderbestände kennte freilich auch kein Mitlaufen. Wo es aber Orderbestände gibt, lassen sich daraus Schlüsse auf die weitere Kursentwicklung ziehen. Orderbestände sind zufällig zusammengekommenes "Interventionspotential". Je größer die Präponderanz der Orderbestände gegenüber den eingehenden Aufträgen ist, desto sicherer sind die Spannenerträge, die Händler infolge ihrer in Kenntnis der Orderbestände betroffenen Dispositionen erwarten.

b) Verringerung der Präferenzen der Börsenhändler

Neben den Informationsvorteilen über die letzten Abschlüsse und Gebote ergeben sich für die Börsenmitglieder vor allem Vorteile aus ihrer Kenntnis noch nicht laut gewordener Gebote und aufgrund ihrer Möglichkeiten, blitzschnell diesen Informationen entsprechend zu disponieren[1]. Diese Präferenzen voll wahrzunehmen heißt für Händler, sich an den Kursen auszurichten, die nach der Marktlage, besonders aber nach den Auftragsbeständen zu erwarten sind, und sich ohne Rücksicht auf die Interessen der Anleger zu den nach den Aufträgen günstigst möglichen Kursen und in dem danach möglichen Umfang zu bedienen[2].

Als allgemeines Mittel dagegen, daß diese Präferenzen sich so wenig wie möglich zulasten Nichtprivilegierter auswirken, verwenden Börsen nicht nur die Entwertung dieser Präferenzen durch Kursstabilisierung[3], sondern versuchen auch, diese Präferenzen auf andere Weise zu verringern.

---

1) Häufig werden als Präferenz der Mitglieder deren Transaktionskostenvorteile hervorgehoben. Dabei werden allerdings weder die eigene Arbeit der Mitglieder und deren sonstige Kosten in Rechnung gestellt, noch wird die Arbeitsersparnis der Nichtmitglieder bewertet. Bezieht man eine der beiden Größen mit ein, wird häufig kein Vorteil der Börsenmitglieder mehr festzustellen sein.

2) Auch die Mittel zur Verringerung der Präferenzen der Börsenhändler haben mithin Kurseffekte. Anders als bei der Kursstabilisierung geht es aber hier nicht um eine bestimmte Relation zwischen aufeinanderfolgenden Kursen, sondern ausschließlich darum, daß die Kurse möglichst nicht nach Belieben der Händler zustande kommen.

3) Genauer: Verringerung des Interesses an der Ausnutzung der Präferenzen durch Kursstabilisierung und Verringerung der Präferenzen selbst durch Kursstabilisierung. Andere Mittel zur Veränderung der Interessenlage von Börsenhändlern, wie etwa Strafen und Belohnungen für aufgabenkonformes Verhalten, setzen im Gegensatz zur Kursstabilisierung nicht direkt an laufenden Handelsvorgängen an.

Das geschieht einerseits durch Maßnahmen, die direkt das Ausmaß der Präferenzen verringern. Entweder wird dadurch die Position der Händler absolut geschwächt oder die der Anleger absolut verbessert. In beiden Fällen wird die Ausgangsstellung der Anleger beim Handel derjenigen der Händler direkt angeglichen. Andererseits wird erschwert, Präferenzen auszunutzen, und so indirekt das Ausmaß der Präferenzen verringert.

Als direktes Mittel kennen sowohl die Frankfurter Wertpapierbörse als auch die NYSE neben dem allgemeinen Geschäftsgeheimnis der Börsenfirmen das Skontrogeheimnis, das Verbot für Kursmakler und specialists, die ihnen vorliegenden Aufträge bekanntzugeben[1]. Ein Besuch der Frankfurter Börse genügt indes um festzustellen, daß Kursmakler häufig dem Einblick anderer Händler ins Skontro nichts in den Weg stellen[2]. Um diesem Mißstand abzuhelfen, wurden zwar vor Jahren die Schranken im Zuge eines Umbaus auf ein Podest gestellt. Trotz dieses Podests kann ein normal gewachsener Händler noch durchaus ins Maklerbuch einsehen. Etwas wirkungsvoller scheint das zu den Händlern hin ausladende Profil der neuen Rentenschranke zu sein[3]. Da die specialists der NYSE nicht einmal hinter Schranken stehen, sondern mitten unter den Händlern ihr Buch handhaben, ist auch dort das Skontrogeheimnis nicht

---

1) § 18 Abs. 2 MG; NYSE-Rule 115.

2) Vgl. hierzu auch die Abbildung bei E. und L.M.A. Mushake, Börse und Banken in Frankfurt am Main, Mainz und Trautheim, o.J., gegenüber S. 8.

3) Motiv für die Änderungen waren jedoch nicht der Schutz der Auftraggeber vor Kursmakler, sondern Klagen der Kursmakler darüber, daß Händler das Skontro als Evidenzzentrale für potentielle Kontrahenten mißbrauchten, um Courtage zu sparen. Über ähnliche Praktiken am Frankfurter Platz berichtete bereits H. Faust, Die Praxis der Börse, Frankfurter Diss. 1923, S. 114.

voll gewährleistet[1]. Immerhin wird aber sehr darauf gehalten, daß das Skontrogeheimnis nicht nur auf dem Papier steht[2].

Besonders gefährdet sind bestens-Aufträge und auch stop orders. Sie sind die idealen Objekte für Mitlaufen und Gegendispositionen. Die NYSE verbietet dementsprechend, stop orders in die (öffentlichen) cabinets einzuordnen[3]. Für bestens-Aufträge gelten ähnliche Bestimmungen, wenn sie nicht in limitierte Orders umformuliert sind[4]. Da an der Frankfurter Wertpapierbörse Aufträge nicht öffentlich sein sollen, erübrigen sich derartige Vorschriften. Der allgemein übliche Brauch, Gebote nur zu bestimmten Kursen auszurufen, ist auch in diesem Zusammenhang zu sehen.

Bei einer solchen Politik entscheidet sich die Börse angesichts der Scylla "Präferenzen für alle" für die Charybdis "Präferenzmonopol". Es ist ohne weiteres verständlich, daß dieses Monopol vor allem von specialists und Kursmaklern diesen nur zugestanden werden kann, wenn die Auftraggeber durch flankierende Vorkehrungen geschützt sind.

---

1) Andererseits kann das aber für neugierige Händler auch von Nachteil sein. Ein ruhig auf der Schranke liegendes Buch ist leichter zu lesen als ein in der Hand eines anderen bewegtes.

2) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 77; NYSE-Regulations 112.27, 104.10(7).

3) NYSE-Regulation 85.42.

4) NYSE-Rule 85 (e)(2). Hinsichtlich der Veröffentlichung von bestens-Aufträgen in der quotation card für free bonds vgl. NYSE-Regulation 79A.50. Beide Vorschriften wären bei lebhafter Konkurrenz entbehrlich, aber gerade daran fehlt es auf den Märkten für bonds und inactive stocks.

Obwohl diese Sicherungsmittel vor allem zu den Maßnahmen zählen, welche die Ausnutzung von Präferenzen erschweren, seien sie zum Teil vorab im Zusammenhang behandelt. Kursmakler dürfen für eigene Rechnung im eigenen Namen oder für einen Dritten, für den sie bürgen, in von ihnen betreuten Titeln nur insoweit Geschäfte abschließen, als dies notwendig ist, um ihnen erteilte Aufträge auszuführen[1]. Da offen ist, was ein Kursmakler unter "notwendig" verstehen darf, ist die Vorschrift praktisch ohne Bedeutung[2]. Für die weitgehend gleichlautende Vorschrift für den specialist[3] galt zunächst ähnliches[4]. Während es aber in Deutschland noch heute an Ausführungsvorschriften fehlt, veröffentlichte die SEC 1937 die Saperstein-Interpretation. Ergänzende Stellungnahmen folgten. Diese führten zu Ausführungsbestimmungen der NYSE, die im Zusammenhang mit der Kursstabilisierung behandelt worden sind. Andere Mittel, die vereiteln sollen, daß Nutzen aus dem Informationsmonopol gezogen wird, werden weiter unten analysiert, wie z.B. die Vorschriften über die Reihenfolge, in der Aufträge auszuführen sind, über das crossing und gegen das Mitlaufen.

---

1) § 32 Abs. 1 S. 2, 1. Halbsatz BG. Vgl. hierzu Sec. 11(a) SEA und NYSE-Rule 104; dort dreht sich die Diskussion um die Auslegung von "reasonably necessary".

2) Ausführungsbestimmungen gemäß § 32 Abs. 1 S. 2, 2. Halbsatz BG erlassen. F. Schmidt, a.a.O., S. 71, spricht in diesem Zusammenhang von schrankenloser Freiheit für Eigengeschäfte der Kursmakler. O. Hock, a.a.O., hielt die Eigengeschäfte der Makler für überwiegend ungesetzlich (S. 74 - 83, S. 91). Vgl. auch H. Faust, a.a.O., S. 83.

3) Sec. 11(b) SEA; NYSE-Rule 104.

4) Vgl. hierzu L. Loss, Bd. 2, a.a.O., S. 1205.

Die Ausgangsstellung der Anleger beim Handel wird derjenigen der Händler durch Information der Anleger über die Marktlage und auch durch Kursstabilisierung angeglichen. Nochmals sei hier auf den Ticker hingewiesen, ferner auf die Meldepflichten der Händler[1]. Der Kunde Frankfurter Börsenmitglieder muß sich in der Regel mit erst nachbörslich verfügbaren ausgewählten Kursmeldungen[2] und einigen Angaben über Globalumsätze[3] begnügen. Die Vorkehrungen zur Kursstabilisierung seien hier ausschließlich unter dem Aspekt erwähnt, daß sie Anlegern Abschlüsse zu gleich günstigen Kursen wie den Händlern ermöglichen sollen, nicht aber etwa noch einmal als Mittel, um die Interessenlage der Börsenhändler zu beeinflussen.

Von den allgemeinen indirekten Mitteln, um die Präferenzen der Händler zu verringern, in denen die gegebenen Vorteile wahrzunehmen erschwert wird, sind an aller erster

---

1) NYSE-Regulation 128A.

2) Wie einst Buchwald mit seinen Kursberichten unter dem Protest der Börsenhändlerschaft (F. Schmidt, a.a.O., S. 83 und 108) versucht seit kurzem mit positiverem Echo wieder ein Outsider in diese Informationslücke zu stoßen. Während Börsenmitglieder nur vereinzelt Kurse aus einem Börsensaal für ihre Kundschaft direkt übertragen, bietet nunmehr VWD über ihren Kursfunk ("VWD-Ticker") jedermann laufende Kursberichte von allen deutschen Börsen an. Die Funkimpulse werden beim Empfänger umgewandelt und ein Fernschreiber gibt die angeblich umfassenden Kursmeldungen im Klartext wieder.

3) Vgl. auch b., Frankfurter Umsatz-Kiste, in: FAZ, Nr. 130 vom 6. Juni 1968; b., Weniger Umsatzpublizität der Börsen?, in: FAZ, Nr. 5 vom 7. Januar 1969. Daß die Umsatzpublizität in Deutschland kaum Fortschritte macht, ist wohl weniger darauf zurückzuführen, daß mancher zu fürchten vorgibt, Anleger könnten aus richtigen Umsatzmeldungen falsche Schlüsse ziehen, sondern vielmehr aus dem Streit der Börsen Düsseldorf und Frankfurt um den Rang der umsatzstärksten deutschen Börse. Schlechter dazustehen als die andere Börse kann man leicht vermeiden.

Stelle die Vorschriften zu nennen, die zur Konkurrenz der Gebote untereinander, insbesondere aber zur Konkurrenz unter Börsenhändlern beitragen. Der Einfluß der Konkurrenz auf das Ausmaß der Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsengeschäften, oder anders ausgedrückt, auf das Ausmaß, in dem Börsenhändler ihre Präferenzen im Handel nutzen können, wird am deutlichsten, stellt man sich einen bestimmten Bestand an Aufträgen vor, den ein einziger Effektenhändler in der Absicht, seine Spannenerträge zu maximieren, nach Belieben ausführen dürfte. Für die Auftraggeber wäre das Ergebnis zweifellos erschreckend. Gegendispositionen, Mitlaufen und Nichtbedienungen ließen sich ungestört vornehmen (was Kursschnitte erübrigte). Je mehr voneinander Unabhängige jedoch zu diesem Geschäft zugelassen sind und sich nach der Regel verhalten, daß derjenige, welcher der Gegenseite mehr bietet, den ersten Zugriff hat, desto weniger erschreckend wird das Ergebnis sein.

Ein großer Teil der Regelungen, die getroffen wurden, um die Händlertransaktionskosten zu senken, ist zugleich geeignet, die Konkurrenz zu intensivieren, wie eine Zentralbörse oder wenigstens nur wenige Plätze, einheitliche Handelszeit, standardisierte Aufträge und Abschlüsse. Selbst einheitliche Stückelung hilft die schärfstmögliche Konkurrenz zu sichern, indem sie jedes Gebot durch jedes andere im Umfang des kleineren Gebots annehmbar macht.

Trotz dieser bereits oben näher ausgeführten Regelungen besteht die Gefahr, daß die Börsenhändler sich zusammenschließen, sich die Märkte teilen und sich den Anlegern gegenüber ähnlich verhalten wie der erdachte einzige Effektenhändler. Je geringer die Anzahl der Börsenfirmen, um so mehr droht ein solches Verhalten. Obwohl die NYSE etwa sechsmal soviel Mitgliedsfirmen hat wie die Frankfurter Börse,

verbietet sie grundsätzlich Geschäfte für gemeinsame Rechnung[1]. Außerdem sichert die NYSE durch eine ganze Reihe von Vorschriften die gegenseitige Unabhängigkeit der einzelnen Mitglieder und Mitgliedsfirmen[2]. Die Frankfurter Börse kennt entsprechende Vorschriften nicht.

Sofern nur ein Mitglied Kenntnis von ausführbaren Aufträgen hat und diese still kompensieren darf, kann eine Situation ohne Konkurrenz vorliegen. Im Gegensatz zur Frankfurter Börse hat die NYSE auch hier einschlägige Bestimmungen erlassen. Danach müssen grundsätzlich die angebotenen Papiere um die kleinste Kursfraktion höher öffentlich angeboten werden[3]. Auch die im Zusammenhang mit der Kursstabilisierung dargestellten besonderen Verfahren bei starken Kursschwankungen werden in vielen Fällen darauf hinauslaufen, die Konkurrenz insbesondere unter Börsenhändlern zu intensivieren. Je mehr potentielle Konkurrenten über dieselben Informationen und Aktionsmöglichkeiten verfügen, desto günstiger werden die Abschlüsse für die nicht in gleicher Weise ausgestattete Gegenpartei sein. So sind auch die Vorschriften der NYSE zu verstehen, daß die Gebote wenn sie nicht absolut vertraulich behandelt wurden, allge-

---

1) NYSE-Rule 93; vgl. auch NYSE-Rule 114 Abs. 3 und NYSE-Regulation 115A.20.

2) So darf nach NYSE-Regulation 301.30 -.35 kein Mitglied seinen seat so finanzieren, daß er dadurch finanziell abhängig wird. Nach NYSE-Rule 317 darf niemand Teilhaber mehr als einer Mitgliedsfirma sein. Andere Vorschriften beschränken Art und Umfang der Beteiligungen der Nichtmitglieder an Börsenfirmen (Art. IX Sec. 8 NYSE-Constitution, NYSE-Rule 314). Außerdem bedürfen Gesellschaftsverträge oder Satzungen und Änderungen in den Beziehungen der Teilhaber regelmäßig der Einwilligung der Börse (Art. IX Sec. 7 f NYSE-Constitution, Rules 313, 315, 318, 320).

3) Die Vorschriften über dieses "crossing" werden unten eingehend abgehandelt.

mein bekanntgegeben werden müssen[1].

Aber es gibt außer der Sicherung der Konkurrenz noch etliche andere, gegen mehrere Realisationsrisiken gerichtete indirekte Mittel, die auf dem Prinzip beruhen zu inhibieren, daß Händler gegebene Präferenzen ausnutzen. Die Frankfurter Börse verfügt mit der oben diskutierten Kursmaklervorschrift § 32 Abs. 1 Satz 2 BG über ein solches Mittel. Soweit sie Eigenhandelsverbote darstellen, gehören die Stabilisierungsvorschriften der NYSE auch hierher. Das Verbot für Registered Traders, während derselben Börsensitzung für eigene Rechnung zu handeln und Aufträge auszuführen, die von außerhalb der Börse stammen, ist gleichfalls eine Vorschrift dieses Typs[2].

In gleicher Weise, aber viel differenzierter wirken die Vorschriften, welche die Reihenfolge festlegen, in der die Orders auszuführen sind. An der NYSE sind grundsätzlich zuerst die höchsten Kaufgebote und die tiefsten Verkaufsgebote, gleich hohe Gebote nach Reihenfolge ihres Eingangs zu erledigen[3]. Einer Order, die bevorzugt behandelt werden soll, eine passende Gegenorder zuzuspielen ist so m- gleich mit willkürlicher Nichtbedienung und Ausführungsver-

---

1) Nach NYSE-Rule 115 hat der specialist seine Aufträge geheimzuhalten, es sei denn, er demonstriere Börsenhern seine Arbeitsweise. Dann muß er aber auch den Händlern diese Informationen geben. Rule 85(c) verlangt, daß alle cabinet orders grundsätzlich öffentlich bekanntgegeben werden.

2) NYSE-Rule 112(b).

3) Vgl. NYSE-Rules 71 - 73, Regulations 85.70, 123A.10, 123A.71 f. Durch diese Vorschrift nicht festgelegt ist die Reihenfolge, nach der commission brokers ihre Orders in aktiv gehandelten Titeln auszuführen haben. Das ist grundsätzlich auch nicht nötig, da diese brokers in der Regel keine nicht sofort ausführbaren Orders halten.

zögerung inkriminiert[1]; um zum Erfolge zu kommen, müßte in diesem Fall außerdem auch die Sperre des crossing überwunden werden. An der Frankfurter Börse gibt es nur bei Einheitskursverfahren eine für Frankfurt nicht kodifizierte Usance, nach der zuerst die höchsten Kaufgebote und die tiefsten Verkaufsgebote zum Zug kommen[2], sonst ist die Reihenfolge beliebig, in der ein Börsenmitglied ihm erteilte Aufträge auszuführen hat.

Die Chancen eines Händlers, seine Vorteile gegenüber Anlegern ausnutzen zu können, mindert an der NYSE ferner die Vorschrift, daß gleichzeitig oder sonst gleichrangig mit seinem Gebot für Anleger zum gleichen Kurs abgegebene Offerten sein Gebot aus dem Feld schlagen, es sei denn, er liquidiere gerade eine Position[3]. Ist unklar, welches Gebot zuerst am Markt war, entscheidet zwar grundsätzlich die Größe des Gebots, aber Anlegergebote gehen auch dann Händlergeboten vor[4]. Ein Händler muß also der Gegenseite mehr bieten als Anleger oder definitiv vor den Anlegern

---

1) Wenn es nicht eigene Gebote sein können, so doch möglicherweise solche guter Freunde. Über Freundschaften mit specialists siehe Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 154 - 157, 189.

2) Vgl. § 25 Abs. 6 Börsenordnung Hannover vom 6. November 1952 und § 26 Abs. 1 Ziff. I Düsseldorfer Börsenordnung vom 27. Oktober 1953 in seiner am 18. April 1966 bekanntgemachten Fassung. In dem vergleichbaren § 25 Abs. 1 der Frankfurter BO wird diese Usance nicht deutlich.

3) NYSE-Rule 108(a). Für Anleger abgegebenen Geboten stehen solche von Mitgliedern gleich, die nicht an der Börse waren, als sie den entsprechenden Auftrag erteilten. Genaue Abgrenzungen werden in den NYSE-Regulations 112.20 - .27 gegeben.

4) NYSE-Rule 108(b). Für Mitglieder wäre es ja auch ein Leichtes, ihre Gebote zu erhöhen. Am strengsten ist dieses Gebot für Registered Traders durchgehalten. Vgl. hierzu Rule 112(c)(2).

geboten haben, will er überhaupt eine Position aufbauen, wenn Anleger zugleich mit ihm auf derselben Marktseite operieren. Registered Traders müssen Anlegern sogar dann den Vortritt lassen, selbst wenn sie früher mit gleichgünstigen Geboten am Markt waren[1]. Diese Vorschriften verringern die nutzbaren Präferenzen der Händler wie andere Bestimmungen dieser Art auch. Sie sind aber besonders geeignet, das Vertrauen der Anleger in die Börse zu stärken. Denn nur ganz wenige Vorschriften sind selbst für einen weniger kundigen Anleger so plausibel. Der Anleger erhält den Eindruck, daß ihm an der Börse von den Händlern nichts vor der Nase weggeschnappt wird, sondern daß man ihn sogar vor den Händlern selbst bedient.

In derselben Weise wirkt schließlich auch die NYSE-Vorschrift, daß grundsätzlich außer specialists, Registered Traders und odd-lot dealers kein Börsenhändler für eigene Rechnung aktiv handeln darf[2]. Floor brokers und commission brokers dürfen demnach an der Börse zwar Gebote annehmen, aber keine Gebote abgeben. Wollen sie ihre Präferenzen nutzen, müssen sie abwarten, bis ein anderer broker Gebote abgibt. Hier einmal besonders günstig abschließen zu können, ist nicht zu erwarten[3]. So in ihren Aktionsmöglichkeiten beschränkt können diese Mitglieder an Aufträgen von Anlegern grundsätzlich so lange nicht mit System mehr als die Provision verdienen, als mit ihren Geboten konkurrierende Offerten zum einen mit ihnen Abschluß-

---

1) NYSE-Rule 112(c)(1), NYSE-Regulation 112.24(a).

2) NYSE-Rule 111.

3) NYSE-Regulations 123A.41 f. verlangen nämlich ausdrücklich, daß Anlegergebote günstigstmöglich ausgerufen werden. Außerdem haben Anleger auch bei der Annahme Vortritt vor Händlern.

kurs herum vorliegen.

NYSE-Regulation 123A.40 schützt speziell stop orders. Diese werden in aller Regel beim specialist liegen. Mitlaufen mit dem Ziel, solche stop orders wirksam werden zu lassen (gunning for stop orders), ist ihm wegen seiner Eigenhandelsrestriktionen und der Bestimmungen über Leerverkäufe zwar kaum möglich. Sollte es ihm aber doch gelingen, dicht an eine stop order heranzukommen oder sollte sich dies zufällig ergeben, darf er durch Handel für eigene Rechnung die stop order nicht lösen. Scheint es einmal bei besonderer Marktlage geraten, daß ein specialist sich an einem Umsatz beteiligt, der eine stop order löst, darf er dies nur, wenn ein Floor Official einwilligt. Der specialist muß dann garantieren, daß die stop order ebenfalls zum Kurs dieses Umsatzes ausgeführt wird, und kann so weder Effekte der stop order auf den Kurs zum Mitlaufen, noch die Order, selbst wenn man vom crossing absieht, direkt als für sich günstiges Gegengebot nutzen[1]. Dieser Schutz von Anlegern durch allgemein präferenzmindernde Maßnahmen wird an der NYSE noch durch Mittel verstärkt, die gegen einzelne Realisationsrisiken gerichtet sind. Dies gilt insbesondere für Fälle, in denen Börsenhändler an Aufträgen verdienen könnten, die ihnen selbst zur Ausführung übertragen sind.

---

1) In diesem Zusammenhang sei auch auf NYSE-Rule 100(f) hingewiesen.

2. Zur Verringerung einzelner Realisationsrisiken geeignete Mittel

a) Mittel zur Verringerung von Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsengeschäften

aa) Vorschriften gegen Nichtbedienung

Durch die klaren Vorschriften der NYSE über die Reihenfolge, in der Aufträge ausgeführt und Gebote abgedeckt werden[1], ist einer willkürlichen Nichtbedienung oder Verzögerung der Auftragsausführung vorgebeugt[2]. An der Frankfurter Wertpapierbörse gibt es gewisse Regeln, wie oben dargestellt, nur für Gesamtkursverfahren und in Fällen gleichzeitiger Annahme von Geboten. Schon nach welchen Kriterien bei z.B. 187 bG das vorhandene Angebot auf die Kaufofferten zu 187 verteilt wird, ist in das Belieben hauptsächlich des Kursmaklers gestellt. Im Gegensatz zur Frankfurter Börse gibt es an der NYSE bei regelrechtem Handel keine willkürliche oder gezielte Nichtbedienung.

---

1) NYSE-Rule 71 - 73, Regulations 35.71, 123.10 und 123A.71 f. Diese Vorschriften wurden bereits an ihrer Effekte auf die Transparenz im Handelsverfahren, auf die Schnelligkeit des Handelns sowie auf die Freiheit von Börsenhändlern dargestellt, Kurse und Umsätze nach ihrem Belieben zu beeinflussen. Hier geht es ausschließlich um die Frage, in welchem Umfang ausführbare Aufträge nicht ausgeführt werden können.

2) Hier nicht zu behandeln sind die darüber hinaus denkbaren Fälle, in denen Anleger Ausführungsansprüche gegen ihren Mandatar haben, wenn sie nicht bedient werden. Solche Ansprüche sind z.B. geregelt in NYSE-Rules 91(a) und 375 sowie NYSE-Regulation 117.10. Da Spezialvorschriften fehlen, ergeben sich diese Ansprüche im Börsenhandel in Deutschland aus allgemeinem Vertragsrecht. Dabei sind allerdings die AGB, insbesondere deren Ziff. 32 Satz 2 und Ziff. 25, zu beachten. Es geht hier nur um die Fälle, in denen Nichtbedienung möglich ist, ohne daß der Kunde durch Ausführungsansprüche oder andere Schadenersatzansprüche entschädigt wird.

Andere Zuteilungsvorschriften verringern das Risiko von Anlegern, daß ihre am Markt präsenten und ausführbaren Aufträge zufällig nicht erledigt werden, sei es, weil ein Händler sie zufällig - an der NYSE ausgeschlossen - hintanstellt, sei es, weil sie durch Münzwurf ausgeschaltet werden. Allerdings kennt nur die NYSE solche Vorschriften, die oben bereits beschrieben wurden. Danach wird das umstrittene Gegengebot prinzipiell allein unter Anlegern verlost. Händler dürfen - von anderen Ausnahmen abgesehen[1] - nur dann mitlosen, wenn sie ihre Gebote im Zuge der Liquidation von Baisse- oder Haussepositionen abgeben[2].

Mit ihren Ausführungs- und Zuteilungsvorschriften sorgt die NYSE dafür, daß die Anleger vorrangig bedient werden, und zwar unabhängig davon, ob die Zuteilung mit oder ohne Zufallsauswahl geregelt wird. An der Frankfurter Wertpapierbörse dagegen ist in keinem Fall eine bevorzugte Behandlung der Kundschaft vorgesehen. Sie ist allerdings möglich. Möglich ist jedoch auch eine bevorzugte Bedienung der Händlerschaft[3]. Die Reihenfolge, in der Aufträge zu Einzelkursen ausgeführt werden, überläßt die Börse ganz ihren Mitgliedern[4].

---

1) NYSE-Rule 108(c).

2) NYSE-Rules 108 und 72.

3) Angezeigt wäre eine klare und publizierte Regelung insbesondere für die Zuteilung bei Rationierung. Der mißtrauische Anleger wird angesichts der gegenwärtigen Fassung von § 10 FU wenigstens annehmen, daß Händler mit Konzertaufträgen arbeiten.

4) Von einer Privatbank ist bekannt, daß ihre Händler sich entgegen der Praxis bei anderen Häusern betont so lange des Eigenhandels enthalten, als ausführbare Kundenorders in dem betreffenden Titel vorliegen.

An der Frankfurter Wertpapierbörse können Händler immer, an der NYSE nur dann, wenn ihr Gebot zulässig ist[1], erzwingen, daß sie zum Zug kommen, indem sie Kaufgebote geringfügig überbieten oder Verkaufsofferten geringfügig unterbieten. Da an der Frankfurter Börse die Kursfraktionen zum einen sehr viel kleiner als an der NYSE und zum anderen nicht streng fixiert sind, haben es die Händler an der Frankfurter Börse dabei sehr viel leichter[2] als an der NYSE. Es kommt hinzu, daß ein solches Verhalten gegenüber Anlegern an der NYSE als unfair gilt, weil diese das knappe Verfehlen eines Abschlusses besonders verärgert. Deshalb soll, wenn überhaupt, um das Doppelte der üblichen Mindestkursvariation über- bzw. unterboten werden[3].

An welcher Börse das Risiko der Nichtbedienung eines ausführbaren Anlegerauftrages in einer bestimmten Marktsituation größer ist, kann ohne weiteres nicht angegeben werden. Das hängt von Art und Umfang des Eigenhandels der Mitglieder ab. Bei gleichartigen Eigenhandelsgeboten auf der Marktseite des betrachteten Anlegerauftrages ist das Risiko der Nichtbedienung einer ausführbaren Anleger-

---

1) Floor brokers und commission brokers, also das Gros der Mitglieder, dürfen z.B. grundsätzlich überhaupt nicht handeln, specialists und traders nur, wenn sie Positionen abbauen oder stabilisieren.

2) Vgl. in diesem Zusammenhang Fallsammlung, lfd. Nr. 44, im Anhang. Für die Höhe der Limite von Anlegerorders dürften nie nur größere Kursabstufungen zulässig sein als im Börsenhandel. Damit erhalten die Händler die Möglichkeit, Kursabstufungen zu wählen, auf denen sie nicht mit Konkurrenz von Anlegern um die Bedienung rechnen müssen.

3) Cohen-Report, a.a.O, Part 2, S. 143.

order höchstens gleich hoch, regelmäßig aber geringer, wird nach NYSE-Usancen statt nach Frankfurter Usancen gehandelt[1)2)].

bb) Vorschriften gegen Mitlaufen

Ein Mitglied der NYSE darf im round-lot-Handel in irgendeiner Weise für eigene Rechnung oder für die Rechnung eines anderen Teilhabers seiner Firma einen bestimmten Titel weder persönlich noch durch Dritte kaufen oder ver-

---

1) Im odd-lot-Handel existiert ein Zuteilungsproblem gar nicht.

2) Zur berücksichtigen ist aber auch, daß der Umfang der ausführbaren Kundenorders bei gleichem Auftragsbestand und damit der Umsatz in Frankfurt aus zwei Gründen höher sein kann: Zum einen sind mehr Gebote von Mitgliedern für eigene Rechnung möglich als an der NYSE, und zum anderen darf im Großkassageschäft ein niedriges Angebot mit einer niedrig limitierten Kauforder abgedeckt werden, während ein zugleich vorliegendes höher limitiertes Angebot mit einer bestens-Kauforder, die auch zugleich vorlag, kombiniert werden kann (oder: eine Hochlimit-Kauforder mit einer Hochlimit-Verkaufsorder und eine bestens-Verkaufsofferte gegen einen niedriger limitierten Kaufauftrag). An der NYSE wäre der bestens-Order dagegen das niedrigere Angebot (die höhere Nachfrage) zuzuteilen, so daß entgegen den Interessen der beteiligten Mitglieder an Provisionen für beide Transaktionen nur ein Orderpaar ausführbar ist.

Diese Umstände erschweren Vergleiche, der zweite Unterschied aber nur zwischen round-lot-Handel und Großkassahandel zu Einzelkursen. An der Frankfurter Wertpapierbörse kann man zwar genauso verfahren, man muß es aber nicht und wird es auch nicht. Man spricht hier gern von der größeren ausgleichenden Kraft der Einzelkurse, die freilich nicht auf den Einzelkursen beruht, sondern auf der Reihenfolge der Orderausführung. Der unter Umständen geringere Umfang der ausführbaren Orders ist kein Nachteil, sondern gerade Sinn der einschlägigen NYSE-Vorschriften. Bestens-Aufträge, die ja regelmäßig von Kunden stammen, sollen nicht ausgerechnet zu den schlechtesten momentan erzielbaren Kursen ausgeführt werden.

kaufen, wenn es auch nur einen Auftrag eines Kunden hat, eine einzige Schlußeinheit dieses Titels bestens zu kaufen bzw. zu verkaufen. Es darf auch dann nicht kaufen oder verkaufen, wenn es weiß, daß seine Firma oder ein anderer ihrer Teilhaber einen solchen Auftrag hat. Handelt es sich nicht um einen bestens-Auftrag, sondern um einen limitierten, gilt dieses Verbot in der Form, daß nicht zu oder unter dem Limit eines solchen Kaufauftrags gekauft und nicht über oder zu dem Limit einer derartigen Verkaufsorder für eigene Rechnung verkauft werden darf[1].

Durch diese Regelung soll auch das leiseste Mißtrauen von Anlegern zerstreut werden, sie könnten durch Mitlaufen ihres broker um Teile ihres Anlagenutzens gebracht werden. Schon die allgemeinen Vorschriften schieben auch dem Mitlaufen einen Riegel vor. Will beispielsweise ein Händler von einem Auftrag veranlaßt vorkaufen, was höchstens zum Limit dieser Order sinnvoll sein wird, dürfte er dies in der Regel wenigstens wegen der Vorschriften über die Reihenfolge der Ausführung nicht. Er könnte aber über Gebote verfügen, die auf Vorrat[2] bei ihm liegen oder die er gerade zufällig für eigene Rechnung oder die anderer Teilhaber seiner Firma hat. Selbst wenn ihnen die Priorität zukommt, dürften solche Gebote nach der gerade beschriebenen Spezialvorschrift gegen das Mitlaufen erst nach den Aufträgen der Kundschaft erledigt werden.

Die Spezialvorschrift bringt aber nicht nur einen Vorrang von Kundenaufträgen unabhängig von der Stellung desjenigen,

---

1) NYSE-Rule 92.

2) Geeignet wären hierzu besonders limitierte "not held"- oder "take time"-Aufträge (vgl. NYSE-Rule 13), die allerdings ein specialist nicht annehmen darf.

der sie auszuführen beauftragt ist, vor dessen Geboten für eigene Rechnung und für die seiner Firma oder die deren anderer Teilhaber, auch wenn diese Aufträge älter sind. Sie geht auch dadurch über die allgemeinen Regeln hinaus, daß sie allen Börsenhändlern dieser Firma in dem Bereich für solche Rechnungen zu handeln verbietet, in dem sie von Kundenorders ihrer Firma wissen.

Als Mittel gegen qualifiziertes Mitlaufen sind die Vorschriften anzusehen, daß specialists oder auch nur ihre Firma in den von den specialists betreuten Titeln von den einschlägigen Insidern keine Aufträge hereinnehmen dürfen und daß keine einem specialist übertragene Order Anhaltspunkte darüber bieten darf, für Rechnung wessen sie erteilt wurde[1].

Entsprechende Vorschriften gegen das Mitlaufen existieren an der Frankfurter Wertpapierbörse nicht.

Die Sicherungen der NYSE sind indes nicht perfekt. Die Handelsverbote gelten nicht für den Handel derselben Titel auf andere Erfüllungstermine[2]. Es ist nun nicht zu erwarten, daß z.B. Käufe cash ohne Einfluß auf die Kurse

---

1) NYSE-113(a) und (b). Diese Vorschrift weist darauf hin, daß unter Börsenhändlern das Bank- und Geschäftsgeheimnis möglicherweise nicht so ernst genommen wird, wie die Kunden das gewöhnlich wünschen werden. Über einen freizügigen Umgang mit Informationen an deutschen Börsen berichtet ausführlich G.W. Engler, a.a.O., S. 252 f. Im Zusammenhang mit Englers Ausführungen über die Angestelltenspekulation sei auf NYSE-Rules 406 f. hingewiesen.

2) NYSE-Rule 92(c). Die Ausnahme für den odd-lot-Handel muß dessen Konzeption wegen sein und ist außerdem unbedenklich; es handelt sich ja um Kleinposten.

sein werden, zu denen eine Kundenorder, regular way zu kaufen, ausgeführt werden kann. Andererseits ist freilich verständlich, daß wegen eines unlimitierten seller's option-Auftrages z.B. der specialist nicht verhindert sein soll, regular way so zu handeln, wie es von ihm erwartet wird. Ähnlicher Überlegungen wegen wird man auch davon abgesehen haben, stop orders in ähnlicher Weise wie limitierte und bestens-Aufträge zu schützen. Als Mangel der Vorschrift kann es auch angesehen werden, daß danach nicht jeder, der von den Kundenaufträgen Kenntnis erhält, nicht mitlaufen darf, sondern nur die Teilhaber der beauftragten Firma. Eine Erlaubnis zum Mitlaufen für Mitwisser außerhalb dieser Firma bedeutet dies jedoch nicht[1)].

cc) Vorschriften gegen Gegendisposition

Da es bei Gegendisposition darum geht, bei Abschlüssen das für sich günstigstmögliche Gegengebot aus einem oder mehreren Aufträgen herauszuholen, liegt auch hier der Gedanke nahe, den ungleichen Handel dadurch zu verhindern, daß Aufträge möglichst geheim bleiben. Auf die Problematik des Informationsmonopols, das dann in Kauf genommen werden muß, wurde oben bereits hingewiesen. Die exklusive Kenntnis von Aufträgen ist an beiden Börsen systembedingt die Regel. Unter dem Aspekt "Gegendisposition" stellt sich in diesem Zusammenhang das Problem zu verhindern, daß ein Händler gegen ihm selbst aufgegebene Aufträge disponiert, sei es für eigene Rechnung, sei es für die Dritter.

Die Frankfurter Börse hat hierzu besondere Bestimmungen nicht

1) Vgl. hierzu Art. XIV NYSE-Constitution.

erlassen. Gleichwohl darf hier der Händler, sofern nicht ausdrücklich anders vereinbart[1], für den Kunden nur zu einem Börsenpreis abschließen. Er ist seinem Auftraggeber auch allein Rechenschaft darüber schuldig, daß er zu einem der Börsenkurse ausgeführt hat, die zur fraglichen Zeit an der Börse bestanden[2]. Während es dem Händler früher - bevor Ziff. 29 Abs. 1 Satz 2 AGB ("freiwilliger Börsenzwang") eingeführt wurde - freistand, einen beliebigen Kurs unter diesen Börsenkursen auszuwählen oder durch einen Abschluß an der Börse einen solchen Kurs zu fixieren, hat er heute nur die zweite Möglichkeit. Über den Kurs, zu dem ein Auftrag ausgeführt wird, gebietet der Händler im Großkundengeschäft zu Einzelkursen nach wie vor, wenn er nur innerhalb des Rahmens bleibt, den der Auftrag absteckt. Auch daß der Händler im offiziellen Verkehr, d.h. durch Zwischenschaltung eines Kursmaklers, sicher zu einem Börsenkurs im amtlichen Kursblatt und so zu einem eindeutigen Nachweis für seine Kunden kommt[3], hindert ihn nicht. Legt er dem Kursmakler zu dem von ihm gewünschten Kurs zwei korrespondierende Aufträge vor, bleibt dem Makler nichts anderes übrig, als für den Händler zu diesem Kurs abzuschließen. Es gibt keine Vorschrift, nach der jemand Anlaß hätte zu intervenieren, wenn sich dieser Kurs auch nur einigermaßen innerhalb der üblichen Schwankungen hält[4]. In diesem Bereich sind Gegendispositionen jederzeit möglich.

Für entsprechende Situationen an der NYSE schreibt diese

---

1) Ziff. 29 Abs. 3 AGB.

2) Ziff. 29 Abs. 1 S. 1 AGB i.V.m. § 400 Abs. 2 HGB.

3) § 31 BG.

4) Vgl. hierzu Meyer-Bremer, a.a.O., Anm. 7 zu § 29 BG.

Börse ein besonderes, "crossing" genanntes, Verfahren vor, durch das die Gebote im Gegensatz zum Verfahren an der Frankfurter Börse dem Zugriff günstiger als der beauftragte Händler Bietender freigegeben werden. Handelt es sich um zwei kompensierbare Gebote für Dritte[1], hat der beauf-

---

1) Genauer gesagt, um Gebote für andere Rechnung als direkt oder indirekt seine eigene, die seiner Firma oder anderer Teilhaber derselben. Gewöhnlich wird ein Börsenhändler dann kein Interesse haben, einem der beiden Auftraggeber einen Vorteil zuzuschanzen.
Trotzdem scheint ein besonderes Verfahren angezeigt. Der Händler könnte sich zum einen irren und versehentlich die eine Partei schlecht bedienen. Zum anderen sind Händler ihren Kunden unterschiedlich eng verbunden. Auf besonders gute Bedienung ausgerichtete Auftragsverhältnisse können den Händler geradezu verpflichten, eine Partei zulasten der anderen zu bevorzugen. Hauptsächlich specialists und Kursmakler können so in Interessenkonflikte geraten. Sec. 11(b) SEA (letzter Satz) und daran anknüpfend NYSE-Regulations 123A.20 und 123A.44 verbieten es deshalb auch, specialists not-held-Aufträge zu erteilen, die etwa "interessewahrend" aufgegebenen Aufträgen entsprechen. Vgl. hierzu Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 146 - 150. Legt man § 2 Abs.1 FV restriktiv aus, gilt für Kursmakler Gleiches. Besonders eng können specialists und Kursmakler mit einzelnen Auftraggebern auch persönlich oder geschäftlich verbunden sein. Dieser Aspekt macht es verständlich, daß sie keine Privatkundschaft haben sollen, auch wenn es sich dabei nicht um Kunden mit besonderen Interessen handelt. Vgl. hierzu § 18 Abs. 1 MO; Meyer-Bremer, a.a.O., Anm. 9 zu § 32; Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 154 - 157; NYSE-Rule 113. Maßnahmen gegen besonders intensive geschäftliche Beziehungen sind bei der gegenwärtigen Handelsorganisation indes kaum denkbar. In diesem Zusammenhang ist auch NYSE-Rule 350 zu sehen, die Börsenmitgliedern verbietet, durch Geschenke besondere Beziehungen zu schaffen. Ein Mitglied wurde z.B. von der Börse mit 1.000 $ Geldstrafe belegt, weil es 39 am Floor tätigen Bediensteten je 5 $ zu Weihnachten schenkte (Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 557). Wo auch immer kompensiert wird, empfehlen sich daher schon besondere Schutzvorkehrungen.

tragte Händler die Papiere eine Kursfraktion über dem Kurs auszurufen, zu dem er sie aufgrund des korrespondierenden Kaufauftrags unterbringen könnte. Nimmt kein anderer Händler dieses Gebot an, darf kompensiert werden[1]. Mit dem Kaufgebot ist ensprechend zu verfahren[2]. Für bonds ist dieses Verfahren sehr detailliert vorgeschrieben[3].

Ist aber einer der beiden kompensierbaren Aufträge für eine Rechnung erteilt, an welcher der beauftragte Händler selbst, seine Firma oder deren andere Teilhaber direkt oder indirekt ein Interesse haben, verlangt die NYSE, daß weitere Schutzvorkehrungen für den anderen Auftrag getroffen werden. Ein Kundenkaufgebot muß eine Kursfraktion tiefer, ein Verkaufsgebot eine Kursfraktion höher ausgerufen werden. Insoweit bestehen keine Besonderheiten. Wird aber dieses Gebot nicht von einem anderen Händler angenommen, muß außerdem der Kurs der Marktlage entsprechen - eine vage Bestimmung, die an § 29 Abs. 3 BC erinnert. Ferner ist dann erforderlich, daß das Mitglied, das dem Händler die Order überlassen hat, unmittelbar nach diesem Ausruf benachrichtigt wird und persönlich oder vertreten durch ein anderes Mitglied dem beauftragten Händler gegenüber in die Kompensation einwilligt. Erst dann ist diese perfekt[4]. Ist der

---

1) NYSE-Rule 76.

2) NYSE-Rule 76 erweckt zwar den Eindruck, als sei Gegendisposition gegen Kauforders möglich, weil ein ausdrücklicher Hinweis fehlt, mit Kaufgeboten entsprechend zu verfahren. Dieser findet sich aber in Regualtion 85.10.

3) NYSE-Regulation 85.10 verlangt: "Der Händler begebe sich möglichst in die Mitte des Rings, hebe einen Arm und rufe zugleich nach den jeweiligen Umständen gut hörbar mindestens zweimal die volle Bezeichnung des Titels ..." (Übersetzung des Verfassers). Für cabinet bonds gelten abweichende Bestimmungen, wenn eine der Orders bereits im cabinet lag. Vgl. hierzu Rule 85(e)(1).

4) NYSE-Rule 91. Nach Regulation 91.10 muß der beauftragte Händler derartige Kompensationen detailliert schriftlich niederlegen und diese Unterlagen ein Jahr lang aufheben.

Händler direkt durch einen Anleger und nicht durch ein anderen Mitglied beauftragt, hat er statt des anderen Mitglieds unverzüglich mit dem Anleger Kontakt aufzunehmen, ihm darzulegen, daß er den Auftrag für eigene Rechnung abgedeckt hat, und ihn zu ersuchen, die Transaktion zu genehmigen[1)2)]. Wegen dieses crossing sind die Aussichten, eine erfolgreiche Gegendisposition zustande zu bringen, sehr gering[3)].

Etwas anders, aber im Prinzip auch auf Verringerung der Präferenzen durch Konkurrenz aufgebaut, ist der Schutz vor Gegendispositionen für Anleger, die odd-lot-Aufträge erteilt haben. Da der Kurs, zu dem sie bedient werden, in aller Regel von den round-lot-Kursen bestimmt wird, gerät ein odd-lot dealer immer in Interessenkonflikt, wenn er bei einer seiner round-lot-Transaktionen weiß, daß er damit den Kurs festlegt, zu dem er seines Auftragsbestandes

---

1) Für den Fall, daß ein specialist Beauftragter ist, hat die NYSE dies ausdrücklich niedergelegt (Regulation 91.20), obwohl dieses Verfahren schon nach allgemeinem bundesstaatlichen Auftragsrecht in etwa gleicher Form erforderlich ist, will sich der Mandatar nicht der Gefahr aussetzen, daß das Geschäft angefochten wird. Vgl. hierzu L. Loss, a.a.O., Bd. 3, S. 1500 - 1502, und Bd. 2, S. 1216.

2) Dieses lästige Verfahren legt es nahe, es zu umgehen, indem man sich wechselseitig Adressen leiht. Dies verbietet NYSE-Regulation 104A.20.

3) Allerdings ist es niemandem verboten, mit dem crossing zu warten, bis gerade niemand außer ihm am Markt ist, so daß er doch außer Konkurrenz abschließen kann. Vgl. hierzu Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 146. In diesem Zusammenhang läßt sich auch NYSE-Regulation 104.1(7), eine spezielle Vorschrift gegen Gegendisposition per excellence, gut verstehen. Im Wege des crossing für eigene Rechnung darf demnach der specialist nicht Verkaufsaufträge bei den niedrigst limitierten beginnend sukzessiv aufkaufen, sondern diese nur als Ganzes zu dem Kurs übernehmen, der durch den höchstlimitierten der betreffenden Aufträge bestimmt ist. Entsprechendes gilt für den specialist übertragene Kaufaufträge.

wegen per Saldo Käufer (Verkäufer) sein wird. Er wird dann gern einen möglichst niedrigen (hohen) Kurs erzielen. Ist der Saldo größer als eine Schlußeinheit, machte es ihm nichts aus, eine solche besonders billig abzugeben (hoch zu übernehmen).

Einem odd-lot dealer ist es deswegen auch nicht erlaubt, bei einer solchen Konstellation selbst zu verkaufen (zu kaufen). Er muß einen specialist damit beauftragen[1]. Da der specialist den odd-lot dealer gut kennt, beide arbeiten tagaus tagein nebeneinander und helfen sich mitunter gegenseitig[2], besteht natürlich auch dann noch eine gewisse Gefahr, daß der specialist, teils des auch für ihn günstigen Geschäfts wegen, teils aus Freundschaft, selbst die Order zu einem Kurs abdeckt, der dem odd-lot dealer genehm ist. Zunächst ist dann freilich die Sperre des crossing zu überwinden. Nimmt aber kein anderer Händler das Gebot an[3], das der specialist deswegen öffentlich abgeben muß, darf der specialist nicht bereits nach der beim crossing notwendigen Genehmigung durch den odd-lot dealer die Order selbst abdecken, es sei denn, der Kurs entspräche dem Vorkurs genau. Wenn der Kurs aber nur um 1/8 Punkt vom Vorkurs abweicht, hat der specialist noch zusätzlich die Erlaubnis

---

1) NYSE-Rule 100(a) und (b). In ungewöhnlichen Situationen, wie etwa sehr lebhaftem Verkehr, können odd-lot dealers von einem Floor Official von dieser Verpflichtung gemäß Rule 100(d) befreit werden.

2) Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 189, besonders auch Fußnote 416.

3) Der härteste Fall wäre dann dessen Annahme durch den odd-lot dealer. Diesen inkriminiert Art. XIV Sec. 3 NYSE-Constitution als eine der wenigen Strafvorschriften der NYSE, die nicht auf anderswo fixierte Tatbestände verweisen.

eines Floor Official einzuholen[1].

Der round-lot-Kurs hat im Hinblick auf die odd-lot-Aufträge die Wirkung eines Gesamtkurses. Der odd-lot dealer würde im Falle erfolgreicher Gegendisposition - anders als bei Gegendisposition im Handel zu Einzelkursen - nicht nach Maßgabe des Gesamtumsatzes, sondern nur nach Maßgabe der Spitze verdienen, von Provisionserträgen abgesehen. Eben dies gilt auch für Gesamtkurse. Diese zu beeinflussen ist sehr einfach, wenn sich der maximale Umsatz bei verschiedenen Kursen ergibt, wenn es also weitgehend beim specialist liegt, welchen opening-Kurs er fixieren will[2], oder beim Kursmakler oder interessierten Händlern, welchen Einheitskurs es geben soll. Wie häufig solche Fälle sind, läßt sich schwer abschätzen. In Titeln mit engen Märkten werden sie hin und wieder anzutreffen sein. Gegendispositionen bei Gesamtkursen und unübersichtlicheren Marktverhältnissen sind zwar nicht so einfach, gleichfalls aber möglich für Könner, die die Orderbestände übersehen. Ihre Gegendisposition ist

---

1) NYSE-Rule 100(d). Handeln specialist und odd-lot dealer für gemeinsame Rechnung, so bedarf jede ihrer Transaktionen wie auch die mit anderen Händlern, die irgendwie für dieselbe Rechnung handeln, nach Rule 100(e) dieser Erlaubnis, wenn die Gefahr der Gegendisposition besteht.

Damit eben diese Gefahr sich nicht auswirken kann, muß ein Floor Official auch basis prices überprüfen und gutheißen. Basis prices sind Kurse, die vor odd-lot dealers ausgehandelt werden, um sogenannte basis price orders ausführen zu können. Derartige Kurse werden nötig, wenn solche Aufträge vorliegen, aber während der Börsensitzung weder round lots umgingen, noch Geld und Brief am Ende der Sitzung nahe genug zusammenliegen, daß es den Anlegern zugemutet werden kann, Abrechnung auf Basis Brief oder Geld zu wählen (NYSE-Regulation 124.10). Vgl. in diesem Zusammenhang auch W.J. Eiteman, C.A. Dice, D.K. Eiteman, a.a.O., S. 249.

2) Ein krasser Fall der Gegendisposition eines specialist beim opening ist im Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. [illegible] wiedergegeben.

auch differenzierter. Es geht nicht immer nur darum, einen bestimmten Posten günstigst unterzubringen, sondern vielmehr um die Frage, wieviel angeboten (übernommen) werden darf, damit noch (höchstens) ein bestimmter Preis erzielt (bezahlt) wird. Klare Vorschriften speziell gegen Gegendispositionen dieser Art gibt es nicht[1].

Anders als bei den bisher beschriebenen Bestimmungen wäre bei solchen Vorschriften nicht nur die Gegendisposition gegen eigene Auftragsbestände, sondern je nach Strenge des Skontrogeheimnisses auch die Gegendisposition gegen die Auftragsbestände anderer zu berücksichtigen. Auch im Handel zu Einzelkursen ist Gegendispositionen dieser Art vorzubeugen. So erlaubt NYSE-Regulation 104.10(7) dem specialist auch nicht, einem Mitglied, das einen größeren Posten verkaufen (kaufen) will, mehr über seine Aufträge mitzuteilen, als den Kurs, zu dem er den gesamten Posten übernehmen (abgeben) kann. Wären dem Mitglied die Aufträge bekannt, würde er z.B. beim Verkauf zunächst den höchstlimitierten Kaufauftrag abdecken, den der specialist hält, dann den nächstniedriger limitierten usw.[2] Wie in solchen Fällen in Frankfurt verfahren wird, ist nicht bekannt. Daß man entsprechend vorgeht, ist wegen des bereits geschilderten Umgangs mit den Skontrobüchern nicht zu erwarten.

---

1) Erwähnt seien in diesem Zusammenhang als allgemeine Mittel nochmals das Skontrogeheimnis, das "öffentliche Kursmachen", die Eigenhandelsverbote des § 32 Abs. 1 BG und der Sec. 11(b) SEA, die durch NYSE-Regulation 104.11 speziell für das opening kaum konkretisiert wird. Vgl. auch NYSE-Regulation 115A.20. In diesem Zusammenhang sei ferner auf F. Schmidt, a.a.O., S. 117, hingewiesen.

2) Das kann das Mitglied natürlich auch dann versuchen, wenn es den Auftragsbestand nicht kennt. Es bedarf dazu allerdings einiger Geduld. Ob jemand in Ungewißheit über den Ertrag eines solchen Vorgehens überhaupt versucht, die Käuferrente abzuschöpfen, ist fraglich. Schließlich muß er auch damit rechnen, daß ihn der specialist im Interesse seiner Kunden erst bedient, wenn er zu dem bereits vom specialist genannten "clean up" price anbietet.

Weitere Vorschriften dieser Art betreffen das stopping stock an der NYSE[1]. Dabei wird gegen die "gestoppte" Order disponiert[2]. Mitglieder dürfen deshalb grundsätzlich zwar stops gewähren, aber keine in Anspruch nehmen.

dd) Vorschriften gegen Kursschnitte

Kursschnitte berühren mit Ausnahme des kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitts den Handel an der Börse nicht. Vorschriften für den Handel an der Börse können deshalb auch nur als direktes Mittel gegen Kursschnitte dienen, wenn es dem kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitt zu wehren gilt.

Bei einem Kursschnitt hat der Auftrag, bei dessen Abrechnung zulasten des Kunden am Kurs geschnitten wird, mit dem Abrechnungskurs nichts zu tun. Der Abrechnungskurs, der in aller Regel wenigstens ein Börsenkurs sein wird, würde bei einer Transaktion vereinbart, die in keinem unmittelbaren Zusammenhang mit diesem Auftrag steht und an der auch der betrügerische Mandatar regelmäßig nicht beteiligt sein wird. Die nicht korrekt abgerechnete Order wird indessen ausgeführt wie wenigstens[3] jeder andere Auftrag auch. Anderenfalls läge ein Fall von Gegendisposition oder Mitlaufen vor.

---

1) NYSE-Rule 109, 116, Regulations 104A.30, 112.25, 116.10 - .30, 85.43.

2) Das stopping stock wird von der SEC folglich angegriffen, so auch im Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 150 - 152. Man kann das stopping stock kurz kennzeichnen als eine Kompensation unter immerhin vier Augen, die für die Seite einen günstigen Kurs gewährleistet, welcher der stop gewährt wird.

3) Ist dem ausführenden Händler bekannt, daß ohnehin geschnitten werden soll, wird er die Order wie ein Gebot für eigene Rechnung behandeln, also mit besonderem Interesse einen Verkauf zu möglichst hohem oder einen Kauf zu möglichst tiefem Kurs zu erreichen suchen.

Nur beim kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitt ist der beauftragte Händler selbst oder vertreten durch einen anderen an der Transaktion beteiligt, durch die der Abrechnungskurs arrangiert wird. Wie im ersten Teil ausgeführt, stehen ihm hierzu drei Strategien zur Wahl. Er kann durch Mitlaufen oder Gegendisposition zu besonders günstigen Abrechnungskursen für sich zu kommen versuchen. Dieses Vorgehen bringt zwar dem Händler neben denen aus Kursschnitt noch zusätzlich Spannenerträge, setzt aber bestimmte Marktsituationen und Kenntnis der Auftragslage voraus. Fehlen diese Voraussetzungen, empfiehlt sich die sehr einfache dritte Strategie: Für eigene Rechnung, möglicherweise aber für zwei verschiedene Adressen wird ein Kaufgebot und ein Verkaufgebot zu eben dem gewünschten Kurs so abgegeben, daß kein Dritter die Operation stören kann[1]. Durch dieses Scheingeschäft wird der gewünschte Abrechnungskurs etabliert, ohne daß der oder die beteiligten Händler auch nur für kürzeste Zeit eine Position übernehmen[2].

---

1) Es wird immer wieder vorgebracht, Scheingeschäfte seien an lebhaften Märkten unmöglich. Andere Händler würden stets eingreifen. Diese Meinung wird sogar in ernstzunehmenden Publikationen geäußert, wie z.B. in Meyer-Bremer, a.a.O., Anm. 7 zu § 29, ist aber naiv. Geht ein Titel zu 247 um, wird sich zwar alles auf ein Gebot "244 Brief" stürzen, niemand aber auf "244 Geld". Der bestellte Partner allein wird "An Sie" sagen. Werden dem Kursmakler zwei zu 244 limitierte, korrespondierende Orders vorgelegt, wird er abschließen, schon weil er sicher die Courtage für den Kaufauftrag zu 244 nicht verdiente, böte er einen höher limitierten und damit später eher ausführbaren Kaufauftrag als Gegengebot an.

2) Für den Anleger, der seine Abrechnung erhält, sich ein wenig ärgert, aber keine Schritte gegen seinen Beauftragten unternimmt, ist es unerheblich, auf welche Weise er unreell bedient wurde. Das Ergebnis ist für ihn grundsätzlich unabhängig davon, ob es nun durch Gegendisposition oder Mitlaufen seines Beauftragten oder anderer Händler, durch kursmanipulationsgekoppelte oder andere Kursschnitte zustande kam. Insbesondere ist es für ihn auch gleichgültig, ob die Manipulation zum Zwecke des Kurs-

Die Mittel, derer sich Börsen bedienen, um Gegendispositionen und Mitlaufen niederzuhalten, haben demnach den Nebeneffekt, Kursmanipulationen zum Zwecke von Kursschnitten zu vereiteln. Am leichtesten aber sind derartige Manipulationen durch Scheingeschäfte zu bewerkstelligen. Als Hauptmittel speziell gegen diese Manipulationen können mithin die Vorschriften gegen Scheingeschäfte gelten[1)].

Wie bereits im Vorabschnitt deutlich wurde, steht Scheingeschäften im Handel zu Einzelkursen an der Frankfurter Börse wenig im Wege. Bei Gesamtkursen läßt sich mit Scheingeschäften nur ganz ausnahmsweise Einfluß auf die Höhe des Gesamtkurses nehmen[2)3)]. Die Frankfurter Börse selbst hat gegen

---

schnittes durch Mitlaufen, Gegendisposition oder Scheingeschäft erfolgte. Die Unterschiede zeigen sich nur im Vorgehen der unlauteren Händler. Von den anderen Formen unterscheiden sich die Kursschnitte dadurch, daß die Kunden zu Kursen Abrechnungen erhalten, die bei den durch ihre Aufträge veranlaßten Geschäften gar nicht vereinbart wurden, während bei Gegendisposition und Mitlaufen zu den tatsächlich aufgrund dieser Aufträge vereinbarten Kursen abgerechnet wird. Bei Gegendisposition und Mitlaufen ist der Handel an der Börse, beim kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitt zusätzlich auch die Abrechnung und bei den anderen Kursschnitten allein die Abrechnung inkorrekt.

1) Mit diesen Vorschriften soll freilich nicht allein kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitten, sondern auch exhibitiven Kurs- und Umsatzmanipulationen entgegengetreten werden. Hier geht es aber ausschließlich um Realisationsrisiken, nicht um Nachweisrisiken.

2) Eine solche Möglichkeit besteht, wenn sich in einer Marktsituation bei mehreren "Kursen" der Maximalumsatz ergibt und wenn die anderen Händler stillhalten. Ein Orderpaar, das auf den gewünschten dieser Kurse limitiert ist, genügt dann, den Gesamtkurs nach Wunsch zu fixieren.

3) Das mag den ungeheuerlich scheinenden Gedanken nahelegen, den Handel zu Einzelkursen generell durch einen Handel zu Gesamtkursen zu ersetzen, von denen es durchaus mehrere pro Titel börsentäglich geben könnte. Schon oben wurde wiederholt deutlich, daß aus der Sicht der Anleger Gesamtkurse Vorzüge haben; je größer der Interessentenkreis für einen Kurs, desto schwerer lassen sich spezielle Interes-

Scheingeschäfte gerichtete Bestimmungen nicht erlassen. Lediglich arglistige Scheingeschäfte sind wegen allgemeinerer Bestimmungen verboten[1]. Durch die Beschränkung des Verbotes auf nur einen Teil aller Scheingeschäfte ist diesen Tür und Tor geöffnet. Denn abgesehen davon, daß Scheingeschäfte von vornherein ohnehin kaum als solche zu erkennen sind, wird schon gar nicht ersichtlich, was ein oder zwei Händler beabsichtigen. Die NYSE dagegen verbietet Scheingeschäfte jeder Art[2]. Der inkriminierte Tatbestand ist deshalb sehr viel schärfer umrissen als im deutschen Börsenhandel. Wo trotz der Sperren der zahlreichen anderen Anlegerschutzvorschriften eine Lücke für wash sales oder matched orders offen sein sollte, darf sie dieser Vorschrift wegen auf keinen Fall ausgenutzt werden[3].

Daß anders als in Frankfurt an der NYSE im oben[4] geschil-

---

sen durchsetzen.
Ein Abgehen vom Einzelkursverfahren würde vermutlich ganz tiefgreifende Strukturwandlungen zur Folge haben. Die Arbitrage wäre sehr erschwert, falls die Parallelmärkte nicht entsprechend synchronisiert würden. Dies wäre ein Stimulans zur Zentralisation. Die Gilde der Tagesspekulanten würde auf die Garde derer reduziert, die auch durchaus über Nacht Positionen zu halten bereit sind. Ohne genaue Kenntnisse von Größe und zeitlicher Folge des Auftragseingangs an der Börse lassen sich jedoch die Möglichkeiten einer solchen Umstellung überhaupt nicht übersehen. In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf F. Schmidt, a.a.O., S. 116 - 122.

1) Meyer-Bremer, a.a.O., Anm. 4 zu § 10, Anm. 7 zu § 29, Anm. 2 zu § 88. "Wirtschaftlich berechtigte" Scheingeschäfte sind erlaubt, wie dort zutreffend angemerkt wird.

2) Art. XIV Sec. 3 NYSE-Constitution.

3) Bei wash sales eines einzelnen Händlers muß selbstverständlich das crossing eingehalten werden, weshalb ein Händler höchstens dann ein Scheingeschäft auf diese Weise abschließen wird, wenn er gerade allein am Markt ist.

4) Abschnitt 1 a); NYSE-Regulation 79A.30.

derten besonderen Verfahren bei starken Kursschwankungen jeder Händler bei Abweichungen von maximal zwei Kurspunkten vom Vorkurs einen Floor Official zuziehen muß, ist auch im Zusammenhang mit Scheingeschäften und mit kursmanipulationsgekoppelten Kursschnitten zu sehen. Sie werden ja um so lohnender, je weiter der Kurs eines solchen Geschäfts vom marktgerechten Kurs abweicht. Man wird aber gerade vermeiden wollen, einem Floor Official Gelegenheit zu geben, Verdacht zu schöpfen, und wird deswegen innerhalb der Zwei-Punkte-Änderung bleiben[1]. Damit ist das Ausmaß möglicher Kursschnitte eng umgrenzt und folglich auch das Interesse der Händler an solchen Operationen gedämpft.

Ein besonderer Aspekt ist im Zusammenhang mit intertemporalen Kursschnitten den Vorschriften abzugewinnen, daß jeder Börsenhändler sofort Kurs und Umsatz jeder einzelnen Transaktion nicht nur seiner Firma (NYSE-Rule 131), sondern, wenn er Verkäufer ist, auch der Börse melden muß (NYSE-Regulation 128A)[2]. Die NYSE gibt diese Daten

---

1) Mehrere Geschäfte nacheinander, um zwar innerhalb der Zwei-Punkte-Änderung zu bleiben, aber dennoch zu lukrativeren Abrechnungskursen zu kommen, verbietet NYSE-Rule 435(3). Sich darauf einzulassen, erhöht für die betrügerischen Händler die Gefahr, entdeckt zu werden, da entweder mehr Händler eingeweiht werden müssen oder da gleichartige Transaktionen mit denselben Adressen sich häufen und so für die Revisoren eher Anlaß zu eingehenderen Prüfungen sein können.

2) Hier wird der Gegensatz zwischen Mitteln zur Verringerung der Transaktionskosten und Mitteln zur Verringerung der Realisationsrisiken besonders deutlich. Statt daß sich der Händler sofort dem nächsten Geschäft zuwenden kann, muß er dafür sorgen, daß den Anlegern die Kurse so schnell wie möglich gemeldet werden können und zwar ohne Ausnahme. - Die Entwicklung, die Anlegerrisiken mehr und mehr abzubauen, wird gerade auch in den Meldepflichten deutlich. Während es mindestens Börsen gab, an denen Händler überhaupt keine Abschlußdaten zu melden hatten wurden später solche Meldungen nach Börsenschluß oder nach Belieben

schnellstmöglich über den Ticker an das Publikum weiter und ermöglicht dadurch eine Kontrolle der Händler durch diejenigen, denen daran am meisten liegt, eine Kontrolle durch die Auftraggeber. Freilich ist diese Kontrolle unvollkommen, aber die laufenden Meldungen schränken den Zeitraum sehr stark ein, innerhalb dessen die Order nach den Informationen der Kunden erledigt werden konnte und mußte. Je kürzer dieser Zeitraum, desto geringer ist die Anzahl der Kurse, die für einen intertemporalen Kursschnitt zur Verfügung stehen, desto niedriger wird auch der Kursschnitt - nicht zuletzt wegen der Kursstabilisierung - nur ausfallen können und desto geringer ist folglich auch wieder das Interesse der Händler, auf diese Weise zu Spannenerträgen zu kommen. Dies gilt um so mehr, als die Einzelkurse durch gleichzeitige Publikation der zugehörigen Einzelumsätze bestimmten Aufträgen besser zuordenbar sind und sich auch deshalb die Zahl der Kurse verkleinert, aus denen ein betrügerischer Mandatar einen für sich selbst besonders günstigen Kurs zum Kursschnitt auswählen kann[1].

---

auch innerhalb der Börsenzeit üblich. Dann mußten Teile der Händlerschaft zunächst für den internen Gebrauch, dann aber auch zur Anlegerinformation schon während der Börsenzeit Handelsdaten melden. An der NYSE ist man seit längerem so weit, daß alle Händler sofort nach ihren Abschlüssen Kurse und Umsätze melden müssen.

1) Handelt es sich nicht um vorbörslich erteilte Aufträge, ließe sich dieser Zeitraum noch präziser eingrenzen, wäre dem Kunden der Zeitraum genau bekannt, zu dem die Order einem Händler an der Börse übergeben wurde. Etwaige Angaben über diesen Zeitpunkt nutzen dem Auftraggeber indes wenig, solange er nicht über Kontrolldaten verfügt. Werden Aufträge mit einem Zeitstempel versehen, wenn sie an der Börse eingehen, sind diese Zeitstempel deshalb nicht als Mittel zu betrachten, welche Anlegern ihre Mandatare zu überwachen ermöglichen sollen, selbst wenn diese genauen Uhrzeiten dem Kunden mitgeteilt werden, sondern als Mittel der Innenrevision der Börse und der Kontrolle von Börsenmitgliedern, die von Kollegen beauftragt wurden (Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 74; B.E. Shultz,

Vorschriften gegen interlokale Kursschnitte müssen bereits bei der Fixierung des Auftrags ansetzen, nicht erst beim Handel an der Börse, seien aber dennoch hier kurz erwähnt. Die Wahl des Börsenplatzes darf nicht dem Beauftragten freistehen. In Deutschland hat zwar der Kunde die Wahl des Börsenplatzes; er nimmt sein Wahlrecht aber erfahrungsgemäß häufig nicht in Anspruch. Dann darf nach Ziff. 30 Abs. 1 AGB der Kommissionär nach Belieben den Börsenplatz aussuchen und erhält damit alle Möglichkeiten zu interlokalen Kursschnitten. NYSE-Mitglieder müssen dagegen ihre Aufträge in Titeln, die an der NYSE zugelassen sind, auch an der NYSE ausführen[1]. Ausnahmsweise dürfen andere Märkte benutzt werden, aber nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen. Der Kunde muß z.B. die Ausführung am anderen Markt verlangen, und der dort vermutlich erzielbare Kurs muß für den Kunden günstiger sein[2].

ee) Mittel gegen sonstige Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsengeschäften

Bisher wurden fast nur gegen einzelne Realisationsrisiken gerichtete Mittel erörtert, die Vermögensverschiebungen und damit einhergehende Vermögensumschichtungen verhindern

---

a.a.O., Ziff. 3 auf der Abbildung gegenüber S. 96).

Genauere Informationen über diesen Zeitpunkt erhält der Kunde immer dann, wenn ihm "stock ahead" oder "matched and lost" durchgegeben wird. Er weiß dann ganz genau, daß seine Order (noch) am Markt ist und hat auch die Möglichkeit, diese Meldung abzustimmen, wenn er den Ticker beobachtet. Vgl. hierzu G.L. Leffler, a.a.O., S. 190.

1) Art XIV Sec. 8 NYSE-Constitution. Den interlokalen Kursschnitt zu inhibieren ist freilich nur ein Nebenzweck dieser Vorschrift.

2) NYSE-Rules und Regulations 390A - 396.

sollen, nicht aber Mittel gegen Realisationsrisiken, die allein Vermögensumschichtungen im Gefolge haben können[1]. Realisationsrisiken dieser Art sind vor allem das Risiko des Abschlusses zu Ausreißerkursen, insbesondere das Risiko der Nichtaussetzung, weiter das Risiko der Kursstabilitätsverschlechterung, das Risiko unkulanter Bedienung und der Kulanzverschlechterung, kurzum, in erster Linie Risiken, die um so geringer sind, je besser es gelingt, die Kurse in der Gegenwart zu stabilisieren und je fundierter sich die Teile der Börsenhandelsorganisation ausnehmen, die auf Kursstabilisierung zugeschnitten sind, so daß auch in Zukunft mit zufriedenstellender Stabilität und Markttiefe gerechnet werden kann. Die Mittel, welche die Frankfurter Wertpapierbörse und die NYSE zu diesen Zwecken einsetzen, wurden unter dem übergreifenden Aspekt der Beeinflussung der Interessenlage durch Handelsverfahrensvorschriften bereits eingehend diskutiert[2].

Vermögensumschichtungen können auch aus nachlässiger Auftragsausführung resultieren. Zahlreiche Verfahrensvorschriften lassen sich vor allem daraus erklären, daß die Börse Vorkehrungen auch für die Fälle treffen wollte, in denen sich Händler fehlerhaft verhalten, so daß es zu Auseinandersetzungen und Vermögensumschichtungen kommen kann. Auf diese Vorschriften wird nicht eingegangen. Börsenmitglieder wie Anleger sind in gleicher Weise von Vermögensumschichtungen als Folge solcher Fehler betroffen und des-

---

1) Mittel, um die Gefahr zufälliger Nichtbedienung zu verringern, wurden neben den Mitteln gegen das Risiko gezielter oder willkürlicher Nichtbedienung unter aa) behandelt, weil sie insoweit zugleich Mittel gegen gezielte Nichtbedienung sind, als sie Ermessensspielräume derjenigen einengen oder beseitigen, die über die Zuteilung entscheiden.

2) Siehe oben, Abschnitt 1 a).

legen auch gemeinsam an Gegenmitteln interessiert, die mithin zwar den allgemeinen Organisationsstand an einer Börse indizieren, nicht aber als Zeichen eines besonders intensiven Anlegerschutzes gewertet werden können.

b) Mittel zur Verringerung von Realisationsrisiken bei der Erfüllung von Börsengeschäften

Daß der Mandatar dem Mandanten alles herauszugeben hat, was er aus der Ausführung eines Auftrags erlangte, ist als allgemeiner Rechtsgrundsatz zu bezeichnen, auf den man immer wieder stößt, gleichgültig, wie das Auftragsverhältnis im einzelnen Falle ausgestaltet ist. Gleiches gilt für den Grundsatz, daß der Mandatar abgesehen von der vereinbarten Provision nur das fordern darf, was ihm selbst durch die Aufwendungen entstand, daß er den Auftrag ausführen und erledigte. Kursschnitte, mehr ein Phänomen der Abrechnung und damit der Erfüllung als eine Erscheinung des Handels an der Börse, sind deshalb aufgrund allgemeiner Vorschriften verboten. Dieses Verbot ist durch andere Vorschriften und Rechtsprechung konkretisiert, so daß sich besondere Mittel der Börsen in diesem Zusammenhang erübrigen.

Während vermutlich die Risiken der Erfüllung durch Falsifikate oder nur beschränkt verwendbare Stücke vor längerer Zeit, das Risiko ungetreuer Verwahrung, insbesondere der unerlaubten Lombardierung von Kundeneffekten, noch vor wenigen Jahrzehnten als die größten Risiken eines Anlegers genannt worden wären, scheinen sie heute vernachlässigbar sein. Die in Deutschland geltenden Bestimmungen lassen die ehemals bekannten Mißstände nicht mehr zu, und vor allem das Depotgesetz und die Depotrevision und die oben erwähnten genauen Lieferbarkeitsbestimmungen haben dafür gesorgt, daß weder Mißstände dieser Art zur Diskussion stehen noch daß

sie vermutet werden[1]. Ähnliches gilt mit einigen Abstrichen für den entsprechenden Bereich des amerikanischen Effektenwesens[2]. Die Wege, die hier wie dort beschritten wurden, um Mißständen in diesem Bereich zu steuern, ähneln sich sehr. Da der zentrale Bereich der Börse, der Bereich, in dem es um den Abschluß der Geschäfte geht, als Mittelpunkt der Untersuchungen des zweiten Teiles gewählt wurde, soll hier auf diese Wege nicht näher eingegangen, sondern es hier bei der Feststellung belassen werden, daß den oben einzeln angeführten Realisationsrisiken infolge der Maßnahmen, die hüben wie drüben gegen sie ergriffen worden sind, heute keine nennenswerte Bedeutung mehr zukommt.

Teils aus demselben Grunde, teils aber auch deshalb, weil damit kein spezielles Problem des Effektenhandels, sondern das allgemeine Problem des Gläubigerschutzes behandelt wäre, wird darauf verzichtet darzustellen, welcher besonderen Mittel die NYSE sich bedient, um dem Ausfall von Forderungen der Anleger gegen Börsenmitglieder vorzubeugen. Während die Frankfurter Wertpapierbörse es in aller Regel zufrieden ist, wird von ihren Mitgliedern nur den allgemeinen und den besonderen Kapitalanforderungen genügt, die den Kreditinstituten aufgrund des KWG gestellt sind, geht die NYSE über die spezi[illegible] gesetzlichen Anforderungen [illegible] hinaus[3]. Die NYSE-Kapitalanforderungen gelten für alle Mitglieder, die nicht ausschließlich in Geschäftsverbindungen mit anderen

---

1) In diesem Zusammenhang sei hingewiesen auf G. Opitz, Depotgesetz, Zweite, stark verm. Aufl., Berlin 1955; derselbe, Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen, Berlin 1954; R. Büchner, Die treuhandrechtliche Organisation des Effektengiroverkehrs, Frankfurt 1956; Schneider-Dahlheim, a.a.O., Teil 1, Abschn. 13 und 14.

2) Vgl. hierzu insbesondere Sec. 8(c) SEA; L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1184 - 1200; NYSE-Rules 265 - 275, 401 f.; Cohen-Report, a.a.O., Part 1, S. 393 - 428 und Part 4, S. 534 f.

3) Sec. 8 (b) SEA und Sec. 15(c)(3) SEA sowie die SEC-Rules 15c3-1 und 15c3-2.

Mitgliedern oder Banken stehen, was bereits andeutet, daß sie besonders auf den Anlegerschutz hin ausgerichtet sind[1].

II. SICHERUNG EINES DEN VERFAHRENSVORSCHRIFTEN FÜR DEN BÖRSENHANDEL KONFORMEN VERHALTENS DER BÖRSENMITGLIEDER DURCH KONTROLLE, BELOHNUNGEN UND STRAFEN

Zusammengenommen wirken die gegen Realisationsrisiken gerichteten Verfahrensvorschriften für den Börsenhandel, die an der NYSE gelten, trotz mancher Mängel wie ein wohlgefügtes und zweckmäßiges Gebäude. Betrachtet man dieses Gebäude etwas genauer, erheben sich jedoch sofort Zweifel, ob es sich um ein gut fundiertes, abgerundetes Bauwerk oder nur um eine ansehnliche Fassade handelt. Allein der Existenz irgendwelcher Vorschriften wegen wird kein Kaufmann hic et nunc auf Erträge verzichten, die zu realisieren ihm diese Bestimmungen verbieten. Mit einem solchen Verzicht ist nur dann zu rechnen, wenn Wohlverhalten - gemessen an diesen

---

1) NYSE-Rule 325 und zugehörige Regulations. Nur im Extremfall mutmaßlich erzielbare Liquidationserlöse dürfen nach diesen Vorschriften als Haftungsvermögen den Verbindlichkeiten gegenüber gestellt werden. Nicht angesetzt werden dürfen u.a. der Wert der Börsensitze, Sachanlagevermögen, nicht jederzeit marktgängige Wertpapiere und ungesicherte Buchforderungen. Als "Verbindlichkeiten" müssen auch zugesagte, aber nicht in Anspruch genommene Kreditlinien behandelt werden. Diese Bilanzierungsvorschriften lassen bereits erkennen, daß dem NYSE-Kundenschutzstatus ähnliche Gedanken zugrunde liegen wie der am Maximalbelastungsfall orientierten Einlegerschutzbilanz Stützels (W. Stützel, Bankpolitik ..., a.a.O., S. 41 - 45). Wie in dieser sind z.B. in Rule 325 bei Forderungen neben Abschreibungen wegen Ausfallrisiken auch von der Restlaufzeit abhängige Abschreibungen wegen Kursrisiken vorgesehen. Kursrisiken für Beteiligungstitel, wegen derer Stützel Abschreibungen von 50 % des Marktwertes vorschlägt, werden dort durch Abschreibungen von 30 % des Marktwertes dieser Titel berücksichtigt. In diesem Zusammenhang sei besonders auf H. Hoffmann, a.a.O., hingewiesen.

Vorschriften - sich im Urteil eines Kaufmanns wenigstens auszahlt oder wenn die Folgen, die Fehlverhalten mutmaßlich zeitigen wird, ihm wenigstens ebenso unangenehm sind wie der Verzicht auf die realisierbaren Erträge[1].

Die genannten Vorschriften werden folglich nur insoweit einen Effekt haben, als Börsenhändler, die vor der Entscheidung stehen, eine dieser Vorschriften zu befolgen oder nicht, damit rechnen dürfen, daß Kunden, die Börse oder eine andere Sanktionsinstanz ihr Wohlverhalten oder Fehlverhalten als solches erkennen und so würdigen bzw. mißbilligen können. Wie oben wiederholt ausgeführt, sind die Reaktionen von Kunden auf Vermögensverschiebungen und auf Vermögensumschichtungen im Bereich der Realisation in aller Regel kaum als solche erkennbar und können in den meisten Fällen auch anders gedeutet werden[2]. Wo dennoch in Einzelfällen mit Reaktionen von Kunden zu rechnen ist, wird sich der Händler entsprechend verhalten und um so pünktlicher solche Reaktionen zu vermeiden suchen, je in-

---

1) In einfachen Fällen mag ein Händler z.B. einen sicheren Spannenertrag dem Sicherheitsäquivalent einer Geldstrafe gegenüberstellen. Im folgenden wird stets davon ausgegangen, daß der Händler nichts anderes als das in sein Kalkül einbezieht, was ihm Börse, Börsenaufsicht und seine Kundschaft bieten oder nehmen können, da diese Annahme besonders plausibel erscheint. Ginge man im Gegensatz dazu von Händlern aus, deren Verhalten allein durch religiöse Vorstellungen bestimmt ist, muteten möglicherweise gerade manche der folgenden Ausführungen absurd an.

2) Die Forderungen nach einer Börsenreform in Deutschland wurden so von Bankenseite häufig als unbegründet und als typisches Kind einer ausgeprägten Baisse interpretiert. Hingewiesen sei in diesem Zusammenhang nur auf H. Degner, a.a.O., S. 772, und H. Feith, Börsenreform ..., a.a.O., S. 8 f. Nur mit Vorbehalten vertritt diese Meinung auch ein anderer der profiliertesten deutschen Börsenexperten, F. Pook, Verbesserung der Handelsformen an den Effektenbörsen, in: Aktuelle Börsenprobleme, Heft 3 der Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1968, S. 40 f.

teressanter der Kunde für ihn ist[1].

Reaktionen von Kunden aber reichen ganz offensichtlich nicht aus, Effektenhändler zu veranlassen, sich wenigstens den Verfahrensvorschriften konform zu verhalten[2]. Soll ein solches Verhalten gewährleistet werden, kommt es deshalb entscheidend darauf an, ob Börse und Börsenaufsicht Wohlverhalten und Fehlverhalten erkennen, anders ausgedrückt, auf die Kontrolle des Geschäftsbetriebes der Börsenmitglieder durch diese Instanzen.

Um das Geschäftsgebaren ihrer Mitglieder überblicken zu können, verlangt die NYSE von diesen laufend etwa zwei Dutzend Meldungen[3]. Da diese Meldungen nicht unbedingt den Tatsachen entsprechen müssen, selbst wenn sie sich als konsistent erweisen, werden sie gegenseitig und auch mit den Daten abgestimmt, die bei der Stock Clearing Corporation verfügbar sind. Daneben bedient sich die NYSE einer ganzen Reihe anderer Kontrollmittel. Wo es darum geht zu überprüfen, ob die Vorschriften gegen Realisationsrisiken bei der Erfüllung von Börsengeschäften eingehalten werden, sind diese Mittel am vollkommensten. Eine der drei jährlichen Meldungen über das Haftungsvermögen einer Mitglieds-

---

1) Daß solche Differenzierungen vorkommen, zeigt das Anhang (Fallsammlung) wiedergegebene Material; hingewiesen sei besonders auf den Exkurs zu den Fällen Nr. 7 - 11, 18 und 19.

2) Anhang, Fallsammlung. Hingewiesen sei aber auch auf die im Cohen-Report, a.a.O., besonders in Part 4, S. 544 - 557, erwähnten Fälle.

3) Eine teilweise bereits überholte Übersicht hierüber findet sich im Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 427 f. Vgl. hierzu auch CCH (Hrsg.), a.a.O., Bd. 2. Besonders hingewiesen sei in diesem Zusammenhang auf NYSE-Regulations 104A.50, 112.30, 113.40 und 113.10. Daneben aber auch auf NYSE-Rules 415 - 440 und die zugehörigen Ausführungsbestimmungen.

firma muß von einem Wirtschaftsprüfer abgegeben werden. Ein von der Firma gewählter Wirtschaftsprüfer hat diese einmal jährlich überraschend zu prüfen[1]. Außerdem schickt die Börse jährlich wenigstens einmal den Firmen Prüfer der Börse selbst ins Haus. Ab und an wird neben diesen regelmäßigen Revisionen auch aus besonderem Anlaß, z.B. auf Beschwerden von Kunden hin, von Seiten der Börse geprüft[2]. Verstöße gegen die Vorschriften, die Anleger vor Forderungsausfällen und Verlust ihrer Effekten schützen sollen, wurden relativ häufig entdeckt, und es wurden dann zwar in der Regel keine formellen Verfahren eingeleitet, sondern nur damit gedroht. Immerhin leitete die Börse aber zwischen 1951 und 1963 auch 33 offizielle börseninterne Verfahren ein[3].

Bei diesen Prüfungen wird auch sehr darauf geachtet, ob den Einschußanforderungen stets entsprochen wurde. Weiter ist die korrekte Abrechnung der Kundenaufträge Gegenstand dieser Prüfungen; Kursschnitte können hierbei durchaus aufgedeckt werden. Um zu kontrollieren, inwieweit die Vorschriften gegen Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsengeschäften beachtet werden, sind Prüfungen dieser Art aber fast immer ungeeignet. Die Börse hat mit diesen Kontrollen in erster Linie etwa 40 Mitglieder betraut, die Floor Governors und die anderen Floor Officials[4], denen eine Überwachung im Börsensaal selbst möglich ist und die, wie oben

---

1) NYSE-Rule 415 und ähnliche Ausführungsbestimmungen. Siehe auch Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 521, wo wie bei L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1185 angedeutet wird, daß diese Prüfung nicht immer wirklich überraschend kommt. Die Vorschrift gilt im übrigen wie Rule 325 nur für Firmen mit Publikumsverkehr.

2) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 520 - 524.

3) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 539.

4) NYSE-Rules 46 f.; Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 512.

häufig deutlich wurde, in kritischen Situationen zugezogen werden müssen. Verstößen gegen die Vorschriften begegnen sie in der Regel durch Verwarnungen. Nur besonders krasse Verstöße werden zum Gegenstand eines förmlichen Verfahrens. Es ist wegen der täglichen Kontakte dieser Officials mit den anderen Mitgliedern nicht verwunderlich, daß Zweifel daran bestehen, ob diese Kontrollen gründlich genug und ohne Ansehen der Person erfolgen[1].

Unbefangener werden vermutlich diejenigen die Mitglieder überwachen, welche z.B. die Berichte der specialists auswerten, die alle Vierteljahr einmal über eine vorher nicht festgelegte Zwei-Wochen-Periode erstattet werden müssen und die peinlich genau die Transaktionen der specialists widerspiegeln[2] müssen. Als weiteres wichtiges Kontrollmittel der Börse sei noch das stock watching program erwähnt. Die Kursbewegung der Aktien wird ständig beobachtet und zu erklären versucht. Wo Erklärungen zu fehlen scheinen, werden Nachforschungen über die Auftraggeber und das Verhalten der Mitglieder angestellt[3]. Schließlich werden auch Beschwerden von Anlegern zum Anlaß genommen, das Verhalten der Mitglieder an der Börse zu überprüfen[4].

Förmliche Verfahren gegen Mitglieder, die Vorschriften gegen Realisationsrisiken beim Abschluß von Börsentermingeschäften nicht beachtet haben, kommen jährlich nur etwa einmal vor[5]. Daraus zu schließen, die Kontrolle sei straffer, wäre verfehlt. Mitläufer und Gegendispositionen können z.B. prak-

---

1) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 547.
2) Ebda., S. 550 f.; NYSE-Regulation 14-A.5.
3) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 524 - 526, 552.
4) Ebda., S. 552.
5) Ebda., S. 539.

tisch nur zufällig entdeckt werden, da die Zeitfolge des Ordereingangs nur in Ausnahmefällen, etwa auf Beschwerden von Kunden hin, mit in die Untersuchungen einbezogen wird. In anderem Zusammenhang schließt die SEC aus einer geringen Anzahl förmlicher Verfahren auf Mängel im Kontrollsystem[1]. Dieser Schluß liegt auch hier nahe.

Dennoch kann man davon ausgehen, daß die NYSE dank ihres Kontrollsystems Wohlverhalten und Fehlverhalten von Mitgliedern, wenn auch nicht in jedem Falle, so doch nach einigen Wiederholungen erkennt und daß die Mitglieder auch damit rechnen. Die Strafen, mit denen die NYSE ein Fehlverhalten ihrer Mitglieder bedroht, haben deshalb die Tendenz, die Mitglieder zum Wohlverhalten zu bewegen. Mitunter werden ja diese Strafen auch tatsächlich verhängt. Dies gilt um so mehr, als die NYSE versucht, ihren Mitgliedern das Interesse an einem Fehlverhalten schon dadurch zu nehmen, daß sie die damit erzielbaren Spannenerträge insbesondere durch Kursstabilisierung so gering wie möglich hält.

Strafbar ist nach Art. XIV Sec. 6 NYSE-Constitution jede Verletzung einer Vorschrift der Börse[2]. Das Strafmaß kann der Board of Governors nach seinem Ermessen bestimmen, je nachdem, wie schwer der Verstoß gegen die Börsenvorschriften wiegt. Von Verweisen abgesehen kann er stufenlos Geldstrafen von 1 Cent bis 10.000 Dollar auferlegen, den Beschuldigten für jeden beliebigen Zeitraum suspendieren oder ihn

---

1) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 540.

2) Neben dieser Generalnorm bestehen einige Strafvorschriften, die selbst Tatbestände enthalten. Diese Sondervorschriften haben vor allem zwei Gründe: Sind die darin festgelegten Tatbestände erfüllt, hat der Board of Governors teils weniger Spielraum bei der Bemessung der Strafe als in den Fällen, in denen die Generalnorm anzuwenden ist, teils enthalten diese Sondernormen Tatbestände, die andernorts nicht fixiert sind.

ausschließen[1]. Außerdem oder stattdessen wird mitunter die Zulassung als specialist für einen, mehrere oder alle Titel suspendiert oder zurückgenommen[2]. Die Börse neigt nach Meinung der SEC allerdings nicht dazu, diese Strafen wo immer möglich auch zu verhängen. Auf einen glatten Fall von Gegendisposition hin geschah nichts, nach einer ungetreuen Beratung wenig[3].

Obwohl trotzdem zu erwarten ist, daß diese Strafen des Kontrollsystems der NYSE ihre Wirkung auf das Verhalten der Mitglieder nicht verfehlen, steht wie überall, wo findige Kaufleute mit irgendwelchen Geboten oder Verboten konfrontiert werden, zu befürchten, daß auch die Börsenhändler der NYSE es immer wieder schaffen, mit ihren Operationen zulasten der Anleger der Börsenverwaltung, die sich ständig bemüht, Abhilfe zu schaffen, um eine Nasenlänge voraus zu sein. Eleganter und am Ende von nachhaltigerer Wirkung, als den Mitgliedern bestimmte Handlungen durch Strafandrohungen zu verleiden, ist daher der Weg, mit Hilfe der Kontrollen das Wohlverhalten der Mitglieder zu messen und die Mitglieder für ihr Wohlverhalten zu belohnen. Die Interessen der Händler schlagen um, ist Wohlverhalten lukrativer als Fehlverhalten. Diesen Weg beschreitet die NYSE seit einigen Jahren, indem sie anhand der oben wiederholt erwähnten Meldungen der specialists, aus denen die Intensität von deren Bemühungen um die Kursstabilität in ihnen zugeteilten Titeln deutlich wird, jeden specialist nach dem Grad seines Wohlverhaltens einstuft. Je besser ein specialist bei diesen "ratings" abschneidet, desto größer sind seine Aussichten auf Erfolg, wenn er sich darum bewirbt, ein neu zum Handel an der

1) Art. XIV Sec. 13 NYSE-Constitution.
2) NYSE-Rule 103 Abs. 2.
3) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 552, 540.

NYSE zugelassenes Papier betreuen zu dürfen[1].

Außer der NYSE ist als Kontrollinstanz vor allem[2] die SEC zu nennen. Diese Behörde verfügt u.a. nicht nur - wie oben ausgeführt - über Mittel, die Vorschriften der Börsen abzuändern, sondern kann auch auf eigene Initiative Untersuchungen darüber einleiten, ob eine Vorschrift des SEA oder eine der Ausführungsbestimmungen verletzt wurden, die zu diesem Gesetz erlassen worden sind. Sie kann hierzu Unterlagen aller Art anfordern und selbst unter Eid Zeugen vernehmen[3]. Wie die NYSE beschränkt sich die SEC nicht auf

---

1) Cohen-Report, a.a.O., Part 4, S. 548 - 550. Noch eleganter wären natürlich Vorschriften, die Realisationsrisiken zu verringern geeignet sind und die zu befolgen für Händler lukrativ sind, auch ohne daß es dazu einer Kontrolle und Bewertung der Händler bedarf. In gewisser Hinsicht sind die Eigenhandelsrestriktionen der traders und specialists Vorschriften dieser Art, da grundsätzlich nur bei weichenden und vermutlich durchschnittlich tiefen Kursen gekauft werden darf und nur bei steigenden und vermutlich durchschnittlich hohen Kursen verkauft werden darf. Vgl. in diesem Zusammenhang auch Cohen-Report, a.a.O., Part 2, S. 113, 103, und W.J. Baumol, a.a.O., S. 28 - 32.
Wo nicht automatisch die Erträge um so höher sind, je pünktlicher sich die Börsenhändler an die Vorschriften halten, wird es wie im obigen Fall häufig auch in anderem Zusammenhang möglich sein, diese Beziehung durch organisatorische Kunstgriffe herzustellen. Setzte eine Börse z.B. voneinander unabhängige Revisoren ein, um ihre Mit lieder zu prüfen, könnten auch demjenigen Prüfer [illegible] die für ihn jeweils lukrativsten Firmen zugeteilt werden, der seine Revisionserfolge wegen die beste "Note" erhielt, Ausfälle an Mitgliedsfirmen dingen zulasten der Prüfer best [illegible]. Das Interesse an einem möglichst hohen Einkommen würde mit dem Interesse daran gekoppelt, daß die Vorschriften eingehalten werden.

2) Nicht eingegangen wird im folgenden auf die Aufsichtsbehörden der einzelnen Bundesstaaten und auf die Befugnisse der ordentlichen Gerichte.

3) Sec. 21 SEA.

gelegentliches Eingreifen, sondern beobachtet laufend das Handelsgeschehen. Dabei bedient auch sie sich der ständigen Analyse der Kursentwicklung und holt hierzu häufig Auskünfte von Börsen, Händlern und Kunden ein[1]. Die SEC ist sogar befugt, eine Art Strafen zu verhängen, die indessen nicht als Strafen, sondern als Verwaltungszwangsmittel angesehen werden[2]. Diese Sanktionen sollen dazu dienen, den Adressaten zu vorschriftsmäßigem Verhalten zu veranlassen. Es muß deshalb auch anders als bei Strafen nicht bewiesen sein, daß Vorschriften des SEA oder Ausführungsbestimmungen dazu verletzt wurden. Es genügt, wenn die SEC begründete Zweifel daran hegt, daß solche Vorschriften eingehalten wurden[3]. Hält sie es auch aus Gründen des Anlegerschutzes für angezeigt, kann die SEC dann die Zulassung von Börsen ganz oder bis zu einem Jahr zurücknehmen, Börsenmitglieder vom Börsenhandel dauernd oder bis zu einem Jahr ausschließen und leitende Börsenangestellte in gleicher Weise aus ihrem Amte entfernen. Außerdem kann sie dann die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel zurücknehmen oder dessen Börsenhandel bis zu zwölf Monaten aussetzen, wenn dessen Emittent sich ihrer Meinung nach Verstöße gegen die Vorschriften zuschulden kommen ließ[4]. Die SEC hat sich in den letzten Jahren verstärkt dieser Mittel bedient[5].

Weder was die Intensität noch was den Umfang der Kontrollen anbelangt, kann sich die Frankfurter Wertpapierbörse mit der NYSE messen. Der Börsenvorstand hat grundsätzlich keiner

---

1) L. Loss, a.a.O., Bd. 3, S. 1569 f.

2) L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1173.

3) L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1173.

4) Sec. 19(a) SEA. Ähnliche Mittel kann die SEC aufgrund von Sec. 15(b) SEA auch gegen andere Effektenhändler und deren Mitarbeiter anwenden.

5) Vgl. L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1168 - 1178 und CCH(Hrsg.), a.a.O., Bd. 3, Anm. zu Sec. 19(a) SEA.

lei Befugnis, von den Börsenmitgliedern irgendwelche Auskünfte zu verlangen, es sei denn, es handele sich um Auskünfte über Vorgänge, die sich direkt an der Börse abspielen. Der Börsenvorstand soll zwar darüber wachen, daß die Handelsvorschriften eingehalten und die Kurse korrekt festgestellt werden.[1] Diese Aufgabe übt aber in der Regel allein das aufsichtsführende Mitglied des Börsenvorstandes[2] aus, dessen Existenz hauptsächlich für den Fall erheblicher Kursschwankungen und Rationierung von Bedeutung ist[3]. Von Ausnahmefällen abgesehen, kann von einer Kontrolle nic die Rede sein. Nicht einmal in den Veröffentlichungen der Frankfurter Wertpapierbörse selbst finden sich Anhaltspunkte dafür, daß über die genannten Fälle hinaus Aufsicht geführt wird[4]. Dabei wäre es auch die Aufgabe des Börsenvorstandes, darauf zu achten, daß nicht gegen Strafbestimmungen, insbesondere des Börsengesetzes, verstoßen wird, daß also vor allem weder Kursbetrug (§ 88 Abs. 1 BG), noch aktive oder passive Pressebestechung (§ 88 Abs. 1 und 2 BG),

---

1) § 9 Abs. 1 Ziff. 2 und 5 BO.

2) Wie bei den Floor Officials stellt sich auch hier das Problem, inwieweit dieses Mitglied unabhängig ist. In Frankfurt sind neben persönlichen Bindungen vor allem auch potentielle Kreditbeziehungen zu beachten. Sollte die Börse in ihre Bestimmungen weitere Vorschriften gegen Realisationsrisiken aufnehmen, wäre daher auch zu erwägen, ob nicht wenigstens neben Börsenmitgliedern unzweifelhaft unabhängige Anleger oder Aktionärsvertreter, die auch dem Vorstand der Börse angehören können, mit der Aufsicht betraut werden sollten.

3) §§ 9 f. FU; gemäß § 11 Abs. 1 - 3 MO darf dieses Mitglied auch in die Maklerbücher einsehen und bei Zweifeln ob die Kurse korrekt festgestellt wurden, auch Erklärungen des Kursmaklers verlangen und auf andere Weise den Sachverhalt ermitteln. Diese Rechte stehen in erster Linie dem Vorstand der Maklerkammer zu, der wegen § 20 MO generell das Recht hat, in die Bücher der Makler einzusehen.

4) Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.), Feststellung ..., a.a.O., S. 4. - Beschwerden und Anfragen, welche Anleger, die sich von ihren Banken übervorteilt glauben, an die Börse richten, werden nach den vorliegenden Erfahrungen prompt, aber ausweichend beantwortet. Nichts deutet darauf hin, daß solche Schreiben zum Anlaß genommen werden, gegen Börsenmitglieder vorzugehen.

noch Untreue des Kommissionärs (§ 95 Abs. 1 BG) vorkommen. Verstöße gegen diese Vorschriften sind aber nicht erkennbar, ohne daß bekannt ist, welche Absichten ein Händler mit einem Vorgehen verfolgt, das zum Kursbetrug oder zur Untreue eines Kommissionärs geeignet ist bzw. welche Kenntnisse ein Journalist über den Zweck eigentümlicher Mitteilungen und irgendwelcher Zuwendungen hat. Anders als bei vielen NYSE-Vorschriften, genannt sei nur die gegen das Mitlaufen, kommt es hier nicht allein auf Tatbestände an, die ein sorgfältiger Beobachter genau feststellen kann.[1)]

Diese kaum erwähnenswerte Kontrolle der Börsenmitglieder an der Frankfurter Wertpapierbörse ist indes keineswegs erstaunlich. Praktikable spezielle Anlegerschutzbestimmungen gibt es an der Frankfurter Wertpapierbörse so gut wie gar nicht. Ganz überwiegend handelt es sich bei den Bestimmungen für den Börsenhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse um Verfahrensvorschriften, welche die Transaktionskosten der Händler verringern. Diese Vorschriften entsprechen dem Interesse der Händler voll und ganz. Niemand braucht daher zu befürchten, diese Vorschriften würden nicht eingehalten. Es besteht deshalb kein Bedarf an einem Kontrollsystem.[2)]

---

1) Auf die sehr viel differenzierteren Tatbestände der Strafbestimmungen im Börsengesetz dürfte es auch zurückzuführen sein, daß es seit Jahrzehnten keine höchstrichterliche Rechtsprechung zu diesen Vorschriften mehr gegeben hat. Es ist mir auch nicht bekannt geworden, daß diese Vorschriften in Entscheidungen anderer Gerichte eine Rolle spielten, bei denen es um ein bestimmtes Verhalten eines Händlers an der Börse ging.

2) Angeregt durch seine Börsensachverständigen-Kommission unterbreitete das Bundeswirtschaftsministerium unlängst den Vorschlag, die Börsen möchten doch "unabhängige Revisionsabteilungen" einrichten (o.V., Die Börsen sollen selbständiger werden, in: FAZ, Nr. 297 vom 21. Dez.1968; o.V., BWM will Broker-Element stärken, in: Handelsblatt, Nr. 247 vom 23. Dez. 1968). Geht man von den bestehenden Vorschriften und deren gängiger Interpretation aus, wären solche Abteilungen totgeborene Kinder. Es fehlen einfach, von wenigen Fällen - etwa Kursschnitten - abgesehen, die Kriterien, an denen die Revisoren das Verhalten der Geprüften zu messen hätten.

Diese These stützt auch, daß an der Frankfurter Wertpapierbörse zwar ein Ehrengericht existiert, von dem aber mit ziemlicher Sicherheit bekannt ist, daß es seit über zwanzig Jahren nicht mehr bemüht werden mußte. Wie oben im Zusammenhang mit der geringen Anzahl förmlicher Verfahren gegen NYSE-Mitglieder erwähnt, ist darin keinesfalls ein Indiz dafür zu sehen, daß sich die Händler an der Frankfurter Börse anders als die an der NYSE untadelig verhalten. Anders als an der NYSE ist in Frankfurt aber nicht mit einer beträchtlichen Anzahl informeller Verfahren zu rechnen: Es fehlen für solches Vorgehen einfach die Maßstäbe[1]. Die Strafbestimmungen stehen deshalb nur auf dem Papier[2].

Als Kontrollinstanz könnte an der Frankfurter Wertpapierbörse der Hessische Minister für Wirtschaft und Verkehr als Aufsichtsbehörde eine bedeutende Rolle spielen. Wenigstens aus Anlaß der Genehmigung einer Börsenordnung, die letzte Genehmigung wurde im Jahre 1963 erteilt, ergab sich eine Gelegenheit, Vorschriften gegen Realisationsrisiken in die Börsenordnung einzufügen. Dem Minister sind durch § 4 und § 1 Abs. 1 und 2 BG durchaus Handhaben gegeben, die denen der SEC insbesondere aufgrund von Sec. 19(b) und Sec. 6(b) SEA entsprechen. Der Unterschied besteht hauptsächlich darin, daß sich die SEC dieser bedient, der Minister nicht[3].

---

1) Die letzte Sammlung von Entscheidungen der Berufungskammer in Ehrengerichtssachen ist 1928 veröffentlicht worden. Die Anschauungen darüber, was mit der kaufmännischen Ehre und dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen noch vereinbar ist und was nicht, haben sich seit dieser Zeit so stark gewandelt, daß selbst diese Entscheidungen kaum noch Richtlinien setzen. Vgl. hierzu im einzelnen Meyer-Bremer, a.a.O., Anmerkungen zu § 10.

2) Nach § 15 BG kann das Ehrengericht auf Verweis und zeitweiligen und dauernden Ausschluß von der Börse erkennen, in Ausnahmefällen auch auf Geldstrafen. Hingewiesen sei auch auf §§ 5, 21 ff. MO, die Disziplinarmaßnahmen gegen Kursmakler betreffen.

3) H. Göppert, a.a.O., S. 244, spricht in diesem Zusammenhang von "Herrschaft über Existenz, Gestaltung und Betätigung der Börsen".

Außerdem hat der Minister einen Staatskommissar bestellt, der das Recht hat, allen Börsensitzungen und Beratungen der Börsenorgane beizuwohnen, so daß alle Voraussetzungen für eine umfassende kritische Mitschau gegeben sind. Aufgrund dieser engen Verbindung mit der Börse wären durchaus Aufsichtsmaßnahmen zu erwarten[1]. Solche Maßnahmen wurden indessen nie getroffen. Ein ehemaliger Börsenpräsident einer bedeutenden deutschen Börse antwortete, auf die Bedeutung der Börsenaufsicht der Länder in den letzten Jahrzehnten angesprochen, spontan und schlicht: "Null"[2].

---

1) In welchem Umfang auch Aufsichtsmittel rechtlich zulässig sind, ist kontrovers. Hingewiesen sei in diesem Zusammenhang nur auf H. Göppert, a.a.O., S. 243 - 270, 71 - 77; Meyer-Bremer, a.a.O., Anm. 8 zu § 1; M. Uppenbrink, a.a.O., S. 140 - 156.

Die Aufgaben des Staatskommissars an der Frankfurter Börse konkretisieren abgesehen von den §§ 11, 13 f., 16 f., 23 BG (Anklägerfunktionen im Ehrengerichtsverfahren) über §§ 2 Abs. 1, 29 Abs. 3 BG hinaus: § 3 Abs. 2 BO, §§ 11, 17 Abs. 3 und 4, 20, 24 Abs. 3 MO (Kontrollfunktionen), §§ 3 Abs. 1, 14 Abs. 2, 24 Abs. 2 MO (Leitungsfunktionen im Bereich der Maklerkammer), §§ 3 Abs. 4, 8 Abs. 3, 11 Abs. 4, 16 S. 2, 24 Abs. 1 S. 3 MO (Zwischeninstanz- oder Briefträgerfunktionen), § 24 Abs. 2 S. 1 MO (Beratungsfunktion); § 24 Abs. 6 MO i.V.m. §§ 11 und 13 BG (Anklägerfunktion im Disziplinarverfahren gegen Kursmakler).

2) Die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen äußerte offiziell zu diesem Fragenkreis, die Zusammenarbeit zwischen Börsen und Aufsicht habe sich bewährt. Trotz der Börsenreformpläne des Bundeswirtschaftsministeriums bestehe das Vertrauensverhältnis der Börsen zu ihren Länderaufsichtsbehörden fort. (Stellungnahme zum Entwurf ..., a.a.O., S. 5).

Von Maßnahmen der deutschen Börsenaufsicht hört man in der Tat nichts, eher dagegen schon von einem Vorgehen der SEC gegen deutsche Banken. Hingewiesen sei auf den Fall Schneider & Münzing (o.V., Die Verschwörung und das Bankgeheimnis, Schneider & Münzing wehrt sich gegen Beschuldigungen, in: Handelsblatt, Nr. 193 vom 7. Okt. 1964).

Mit beachtlichen Kompetenzen, die auch zum Schutze von Anlegern vor Realisationsrisiken gebraucht werden könn-

III. SONSTIGE MITTEL ZUR VERRINGERUNG DER REALISATIONS-RISIKEN

All die Mittel, auf die sich bis hierher die Erörterungen dieses Abschnittes konzentrierten, zeichnen sich durch eines aus: Sie knüpfen unmittelbar an Verhaltensweisen an, die regelmäßig dazu führen, daß Anleger geschädigt werden. Diese und nur diese Verhaltensweisen werden durch diese Mittel soweit irgend möglich blockiert, sonst aber wird denen, die an Börsentransaktionen interessiert sind, die volle Handlungsfreiheit belassen. Dieses direkten Bezugs wegen sind diese Mittel in hervorragender Weise geeignet, um gegen Realisationsrisiken anzugehen. Ein gut abgesichertes Netz von Verfahrensgeboten und -verboten, in dem sich sämtliche Versuche fangen, an Aufträgen von Anlegern mehr zu verdienen als vereinbart, als die Provision, kann geradezu als ideal für eine Börse gelten, die ganz auf Anlegerschutz ausgerichtet ist.

Ein solches Netz knüpfen zu wollen, hieße indes, sich anheischig zu machen, es mit dem Wissen und Erfindungsreichtum nicht nur gegenwärtiger, sondern auch zukünftiger Generationen von Börsenhändlern aufzunehmen. Ein derartiges Meisterstück ist möglich. Wahrscheinlich werden Börsenhändler aber immer Maschen finden, durch die sie mit irgend-

---

Fortsetzung Fußnote 2) der Vorseite:

ten, ist auch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen ausgestattet (§ 6 Abs. 2 i.V.m. §§ 44, 49 f., 53 KWG). Das Bundesaufsichtsamt hält sich, was den Effektenhandel anbelangt, aber sichtlich zurück. Wenigstens zwei Eingaben wegen der Daimler-Fälle (vgl. hierzu: Anhang, Fallsammlung) Untersuchungen einzuleiten, wurden abschlägig beschieden (Geschäftsnummer I 3-32). Auf diese Bescheide hin legte der Hildesheimer Forstbeamte Albert Bonse gegen den Präsidenten des Amtes beim Bundesminister für Wirtschaft Dienstaufsichtsbeschwerde ein. Erst nachdem dieser vom Minister stattgegeben wurde, begann das Amt mit Recherchen. Zu Maßnahmen darüber hinaus sah sich diese Behörde jedoch schon deshalb nicht veranlaßt, weil, wie sie mitteilte, keine Wiederholungsgefahr bestehe.

welchen besonderen Unterfangen zu Lasten von Anlegern schließlich doch schlüpfen können. Deshalb läßt es sich kaum bestreiten, daß auch ein anderer Typ von Mitteln gegen Realisationsrisiken eine Berechtigung hat. Mittel dieses Typs verringern nur auf Umwegen die Realisationsrisiken. Da diese Umwege zu explizieren unergiebig erscheint[1], wird die Wirkungsweise nur einiger Mittel kurz gestreift. Andere Mittel sprechen für sich selbst und seien daher nur erwähnt.

Bei diesen indirekten Schutzvorkehrungen handelt es sich zum einen um Maßnahmen, die auf vielen anderen Gebieten üblich sind und quasi als Allheilmittel gegen Mißstände jeder Art gelten. Aspiranten auf die Börsenmitgliedschaft werden auf ihr Wohlverhalten und ihren Erfolg in ihrem bisherigen Leben, auf ihren Charakter, auf ihre persönliche Erscheinung hin geprüft. Sie dürfen weder "zu alt", noch "zu jung" sein. Nebeninteressen, die sie in Interessenkonflikte bringen könnten, sind unerwünscht. Es wird von ihnen verlangt, daß sie erstklassige Referenzen nachweisen, Examen ablegen, schwören, ihre Pflichten treu zu erfüllen[2]. Börsenhändlern werden Privilegien wie Handelsmonopole und Rechte auf Preiskartelle eingeräumt, damit sie auf jeden Fall Einkommen aus Provisionen in einer Höhe erzielen, daß sie teils des geringen Grenznutzens der marginalen Erträge aus

---

1) In einigen Fällen jedoch könnte dies hochinteressant sein, nämlich überall dort, wo durch allgemeine organisatorische Grundfiguren versucht wird, Interessen so zu lenken, daß die Wirkungen der direkten Mittel verstärkt werden. Indirekte Mittel dieser Art wurden leider nicht aufgefunden.

2) Hingewiesen sei nur auf § 7 BG, §§ 13, 16, 17 BO, §§ 2 - 4 MO; Art. IX NYSE-Constitution, NYSE Rules 111, 301, 304, 312, 314, 316, 345 - 350 und die zugehörigen Regulations, außerdem auf die NYSE-Regulations 101.10, 103.10.

Übervorteilungen ihrer Kundschaft wegen teils aus Angst, die wertvollen Privilegien zu verlieren, erst gar nicht versuchen, an Kundenaufträgen mehr als die vereinbarte Provision zu verdienen. Es wird dafür gesorgt, daß niemand Richter in eigener Sache ist und niemand über Fragen mitentscheidet, an deren Diskussion er nicht teilgenommen hat[1]. Niemand soll allein ein Geschäft führen[2], sondern immer befürchten müssen, daß ein Partner eine nicht einwandfreie Geschäftsführung nicht oder nicht mehr deckt. Trotz ihrer umfangreichen direkten Vorkehrungen zur Verringerung von Realisationsrisiken hat die NYSE auch eine Fülle von detaillierten Vorschriften erlassen, die als indirekte Mittel angesehen werden können und die nur teilweise ein Pendant in Bestimmungen haben, die an der Frankfurter Wertpapierbörse gelten.

Zum anderen gibt es Mittel, die zwar ganz speziell auf den Börsenhandel bezogen sind, gleichwohl aber nicht deutlich Realisationsrisiken treffen und deshalb auch nur als indirekte Mittel klassifiziert werden können. Hierher gehören z.B. Börsenzwänge aller Art, von moral suasion und Kompensationssteuern bis zum strikten Verbot aller Märkte außer eines Platzes und strenger zeitlicher Konzentration, Börsenzugang nur für Effektenbanken und allgemeine Verbote bestimmter Formen von Effektengeschäften.[3]

---

1) Vgl. z.B. Art. III Sec. 2 NYSE-Constitution, NYSE-Rule 21 f., § 4 Schiedsgerichtsordnung der Frankfurter Wertpapierbörse.

2) NYSE-Rule 316.

3) Weitere Beispiele hierzu bieten die Vorschriften, welche die SEC zwar zunächst bei der NYSE durchsetzte, die später aber von der Börse wieder fallen gelassen wurden, ohne daß die SEC daran Anstoß nahm. Vgl. hierzu z.B. L. Loss, a.a.O., Bd. 2, S. 1211 f.

Ein dritter Typ von Mitteln hat zwar unzweifelhaft so unmittelbare Wirkungen auf Realisiationsrisiken wie direkte Mittel. Indes haben Mittel dieses Typs die Eigenheit, daß sie nicht akkurat auf Realis ationsrisiken zugeschnitten sind. So sind ihre Wirkungen auf die Realisationsrisiken regelmäßig geringer einzuschätzen als ihre "Nebeneffekte". Derartige Mittel erwecken daher die Vorstellung, das Kind werde mit dem Bade ausgeschüttet. Sie zu ersinnen, fällt nicht schwer, aber sie sind keineswegs ins Reich der Phantasie verwiesen. Generelle Eigenhandelsverbote z.B. sind mancherorts Wirklichkeit.

EXKURS: MITTEL ZUR VERRINGERUNG VON REALISATIONSRISIKEN IM ENTWURF EINES GESETZES ÜBER MASSNAHMEN AUF DEM GEBIET DES BÖRSENWESENS VOM 14. DEZ. 1967 (REFERENTENENTWURF)

Der Referentenentwurf[1] (RE) umfaßt 22 Paragraphen. Die §§ 11 - 18 RE enthalten Vorschläge, wie nach Meinung des Referenten die Informationen über Emittenten verbessert werden sollten, deren Aktien an einer deutschen Börse zugelassen sind. Einen Einfluß auf das Handelsverfahren an den Börsen zu nehmen, ist vor allem § 1 RE geeignet, nach dessen Absatz 1 Börsenmitglieder Börsenaktien nur noch an einer Börse kaufen oder verkaufen dürfen, an deren diese Aktien zum amtlichen Handel zugelassen sind (Börsenzwang). Nach Absatz 2 sind entsprechende Aufträge oder Gebote über Beträge von weniger als einer Schlußeinheit dem zuständigen Kursmakler aufzugeben, der sie - sofern möglich - zum Einheitskurs erledigt. (Kursmakler- oder Gesamtkurszwang). Gebote und Aufträge über mehr als eine Schlußeinheit sind

1) Der Text des Referentenentwurfs ist u.a. wiedergegeben in: Blick durch die Wirtschaft vom 16. Jan. 1968.

auf den Handel zu Einzelkursen verwiesen (Einzelkurszwang)[1].

Diese Vorschriften können kaum als Mittel gegen Realisationsrisiken angesehen werden. Das größere Auftragsvolumen zum Einheitskurs mag Gegendispositionen erschweren. Diese werden außerdem in ihrem Umfang begrenzt, da dem Kursmakler ja nur Gebote bis zu einer Schlußeinheit hereingegeben werden dürfen, mehr ist aber keinesfalls vom Kursmaklerzwang zu erwarten.[2]

§ 2 RE bezieht sich auf den Handel zu Einzelkursen. Gegen eigene oder fremde Gebote darf danach auf keinen Fall kompensiert werden, ohne daß ein Kursmakler zwischengeschal-

---

1) Auf Ungereimtheiten des Entwurfs wird nicht eingegangen, da hier nur untersucht werden soll, inwieweit es dem Referenten um die Verringerung von Realisationsrisiken ging. Immerhin sei angemerkt, daß Aufträge über ungerade Vielfache von Schlußeinheiten offenbar zu Einzelkursen gehandelt werden sollten (§ 1 Abs. 2 Satz 4 RE), was bestehende Regelungen und ihre Rationalisierungseffekte gerade wieder aufheben würde. Außerdem bedeutete der Einzelkurszwang einen Großkassahandel für alle Börsenaktien. Diese Änderung wäre in keiner Weise begründet, schon gar nicht vom Anlegerschutz her, dem, wie oben gezeigt wurde, eher ein genereller Gesamtkurszwang dienlich wäre.

2) Es ist insbesondere nicht zu erwarten, daß der Kursmakler unabhängiger würde, obwohl so argumentiert wurde. Er bekäme zwar die Courtagen für mehr Kleinposten, ob er aber die für Großposten auch unter dem RE in dem Umfang bekäme wie heute, ist zu bezweifeln, da im Gegensatz zum geltenden Recht nach § 19 Abs. 3 RE auch die Börsenkurse, die ohne Vermittlung eines Maklers vereinbart wurden, zu veröffentlichen wären. Den Makler in Großposten - außer bei Kompensationen - zu bemühen, würde damit erst recht zum Gnadenerweis.

tet wird. Transaktionen in einem bestimmten Titel mit demselben Partner hin und wieder zurück wären im Endeffekt eine Kompensation ohne Kursmakler und sind daher verboten.[1] Verboten ist deshalb auch, einem anderen Mitglied einen beider Aufträge zu geben und mit ihm abzuschließen[2] oder sich von Anlegern statt als Kommissionär als Makler mit Abschlußvollmacht beauftragen zu lassen und als Makler zu "kompensieren" (§ 3 Abs. 2 RE). Daß der Kursmakler nur für ein Mitglied kompensieren darf, wenn der vorgegebene Preis der Marktlage zur Zeit des Abschlusses entspricht (§ 2 RE, letzter Halbsatz), weist hier deutlich darauf hin, daß es darum geht, Gegendispositionen zu vermeiden: die Vorschrift entspricht aber lediglich dem geltenden Recht[3].

Würden mögliche Kompensationen auch über den Kursmakler abgewickelt, ergäben sich deshalb keine Änderungen gegenüber den bestehenden Verhältnissen. Nur liefen eben diese Aufträge noch durch die Hände des Kursmaklers. Dies ist indes nicht zu erwarten. Um Courtage zu sparen, werden Händler gewöhnlich nicht kompensieren, sondern die Aufträge

---

1) Nicht verboten wäre dies aber nach wie vor im Handel für eigene Rechnung. Daraus wird deutlich, daß die Vorschrift nicht gegen Scheingeschäfte gerichtet ist. Kursmanipulationsgekoppelte Kursschnitte und exhibitionistische Kursmanipulationen blieben möglich. Weil so arrangierte Kurse in Preisen auch bei der Veröffentlichung berücksichtigt werden müßten (§ 19 Abs. 3 RE), wären sie aber leichter möglich als zuvor.

2) Daß § 3 Abs. 1 RE nicht, wie offenbar nur beabsichtigt, den Abschluß mit dem eigenen Kommissionär verbietet, sondern die Kommission unter Mitgliedern ganz allgemein, gab Anlaß zu heftigen Vorwürfen. Vgl. hierzu o.V., "Referentenentwurf ist indiskutabel", in: Handelsblatt, Nr. 20 vom 23. Jan. 1968.

3) § 29 Abs. 3 BG. Vgl. auch die Ausführungen oben über die Vorschriften zur Gegendisposition.

einzeln am Markt ausrufen[1]. Damit entspräche das Verfahren etwa dem crossing an der NYSE: Nur wenn man keinen Partner findet, wird - hier dann über den Kursmakler - kompensiert. Allerdings ist die Courtage so gering, daß Spannenerträge infolge von Gegendispositionen die Courtageersparnis leicht wettmachen können. Der Anreiz, auf Gegendispositionen zu verzichten, ist deshalb sehr gering. Nennenswerte Beiträge zur Verringerung des Risikos der Gegendisposition enthalten die Vorschriften des Referentenentwurfes folglich nicht.

Auch die anderen Vorschriften des Referentenentwurfs sind kaum geeignet, Realisationsrisiken zu verringern. § 19 RE verlangt zwar eine möglichst umfassende Kurspublizität, die jedoch weitgehend der bisherigen Praxis der Börsen entspricht und von der deshalb nicht zu erwarten ist, daß sie Effekte auf das Risiko des Kursschnitts hat. Die einzige Vorschrift des Referentenentwurfs, die sicher eine, wenn auch nicht bedeutende Verringerung der Realisationsrisiken brächte, ist § 20, der eine einheitliche Stückelung jeder Gattung Börsenaktien verlangt. Gewissen qualifizierten Kursschnitten wäre damit wirksam begegnet[2]. Da die Stücke eher leicht als schwer wären, implizierte dies auch, wie oben ausgeführt[3], Erleichterungen für Rationierungen und somit auch eine geringfügige Minderung des Risikos, zu Ausreißerkursen abzuschließen.

Würde der Referentenentwurf Gesetz, was keineswegs zu erwarten ist, wären insgesamt gesehen seine Effekte auf den Umfang der Realisationsrisiken der Anleger minimal. Dies ist freilich nicht verwunderlich. Der Referentenentwurf

---

1) Auch in diesem Zusammenhang ist besonders § 19 Abs. 3 RE zu berücksichtigen.

2) Vgl. hierzu Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 45.

3) Abschnitt I 1 a.

dürfte nicht zuletzt auf die Eingaben des Hildesheimer Forstbeamten Albert Bonse zurückzuführen sein, der seit dem Jahre 1961 beim Bundeswirtschaftsministerium wieder und wieder vorstellig wurde und immer neues Material vorlegte, daß es dem zuständigen Referenten immer schwerer machte, nicht an eine informationsdifferenzbedingte Aktienbesitzkonzentration im Falle Daimler zu glauben.[1] Da dies der einzige Mißstandstyp war, den man sich lange Zeit nicht nur denken konnte, sondern für den auch konkrete Anhaltspunkte vorlagen, ist der Referentenentwurf leider nur ganz überwiegend darauf zugeschnitten, das Risiko informationsbedingter Aktienbesitzkonzentration zu verringern[2]. Aktuelle Zwischenberichte und Publizität der Börsenumsätze[3] sind durchaus probate Mittel gegen dieses Risiko. In der heftigen Diskussion, die an den Referentenentwurf anknüpfte, wurden bessere Mittel gegen dieses Risiko nicht genannt.[4]

---

1) Vgl. hierzu im einzelnen Anhang, Fallsammlung, lfd. Nr. 10, die dort angegebene Literatur und die übrigen Daimler-Fälle.

2) Daß wird daraus deutlich, daß nur in den Handel mit Aktien und Bezugsrechten (§ 4 RE) eingegriffen werden sollte. Optionen auf Aktien, in welcher Form auch immer, haben allerdings keine Erwähnung im Referentenentwurf gefunden, was den Mängeln eines ersten Entwurfs zuzuschreiben sein dürfte.

3) Und zwar sollten, was in der Diskussion kaum einmal deutlich wurde, nach § 19 Abs. 2 alle Kursmaklerumsätze in jeder Börsenaktie und außerdem nach § 19 Abs. 3 auch alle Nichtkursmaklerumsätze in jeder Börsenaktie, also pro Börsenaktie zwei Globalumsätze börsentäglich ausgewiesen werden. Nicht gedacht war an die Publikation von Einzelumsätzen. Auch dies weist darauf hin, daß es dem Referenten um Mittel gegen das bezeichnete Nachweisrisiko, nicht aber um Mittel gegen Realisationsrisiken ging.

   In diesem Zusammenhang sei besonders auf einen Leserbrief von H. Beyer-Fehling hingewiesen, in dem dieser wiederholt vom "Überhandnehmen der Großaktionäre" wegen "unzureichender Unterrichtung" der Kleinaktionäre spricht (Nochmals: Stimmzettel und Verkaufsorder, in: ZfgK, 20. Jg., 1967, S. 705).

4) Vgl. hierzu H. E. Büschgen, Die Börsenreformpläne, a.a.O. Im übrigen sei auf die Literaturangaben im ersten Teil der Arbeit, Abschnitt C III, verwiesen.

D R I T T E R T E I L

ANLEGERSCHUTZ DURCH ORGANISATION DES BÖRSENHANDELS

Griffe man hier wieder die Frage nach dem aktuellen Aufgabensatz einer Börse auf, konkreter, nach dem der Frankfurter Wertpapierbörse oder der NYSE, ließe sie sich trotz der Untersuchungen im zweiten Teil der Arbeit nicht befriedigend beantworten. Zu wenige der Mittel wurden erörtert, die diesen Börsen insgesamt zu Gebote stehen. Für einen Komplex einander entgegengesetzter Interessen von Anlegern und auch Emittenten einerseits und der Börsenmitglieder andererseits aber darf die Analyse als so vollständig angesehen werden, daß Rückschlüsse wenigenstens darauf zulässig sind, inwieweit sich jede der beiden Parteien durchsetzen konnte. Dabei wurde deutlich, daß die Interessen der Anleger für den Aufgabensatz der NYSE wesentlich mehr Gewicht haben als für den der Frankfurter Wertpapierbörse. Die NYSE-Mitglieder mußten sogar erhebliche Komplikationen des Handelsverfahrens und damit eine größere zeitliche Belastung durch jeden Schluß hinnehmen, damit den Realisationsrisiken im Interesse der Anleger überzeugend und nachhaltig begegnet werden konnte.[1] Von derartigen Komplikationen kann im Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse dagegen nicht die Rede sein. Soweit an der Frankfurter Börse Mittel gegen Realisationsrisiken verwendet werden, handelt es sich regelmäßig um solche, hinsichtlich derer keine Konkurrenz, sondern Komplementarität zwischen den Aufgaben besteht, Realisationsrisiken einzudämmen und Händlertransaktionskosten zu

---

1) Die Auseinandersetzungen insbesondere der NYSE mit der Regierung und später mit der SEC, die zu diesen Komplikationen führten, schildert sehr anschaulich F. Cormier, Wall Street's Shady Side, Washington 1962. Hingewiesen sei daneben insbesondere auf L. Loss, a.a.O., Bd. 1, S. 3 - 158.

senken[1]. Die Frankfurter Börsenmitglieder haben es nicht nur verstanden, ein undifferenzierteres und damit besonders rationelles Handelsverfahren zu entwickeln und zu behaupten,[2] sondern sich damit auch in reichem Maße die Chancen offen gehalten, durch Gegendisposition, Mitlaufen und Kursschnitte wie auch durch schlichtes Nutzen ihrer Präferenzen neben ihren Provisionen Spannenerträge herauszuschlagen.[3] Konsequent wird so von Bankenseite auch erklärt, Banken und Börsen seien mit "dem organisatorischen Status quo zufrieden".[4]

Die Analyse der Mittel, die von Börsen hier und dort angewandt werden, offenbarte nicht allein die frappante Exklusivität, in der die Mitglieder einer deutschen Börse heute die Organisation des Handels an der Börse und damit die Risiken bestimmen, denen zwar die Anleger draußen bei

---

1) Genannt seien hier beispielsweise Mustervertragsbedingungen, Stadardisierung der Aufträge, Vorschriften über die Reihenfolge, in der Orders auszuführen sind, soweit solche in Frankfurt bestehen, Kurspublikationen während der Börsenzeit. Anders zu beurteilen ist hauptsächlich das Verfahren bei erheblichen Kursschwankungen.

2) Einschränkend sei jedoch noch einmal auf den "freiwilligen Börsenzwang" hingewiesen.

3) Welcher der beiden Börsen danach die bessere Gesamtbeurteilung zukommt, ist jedoch völlig offen. Insoweit Konkurrenzbeziehungen zwischen Börsenaufgaben existieren, bestehen "Optimierungsprobleme". Die Liquidität von Börsentiteln im oben definierten Sinne ist zwar ein geeigneter Maßstab, an dem gemessen werden kann, ob zum Beispiel die Verringerung der Realisationsrisiken die Erhöhung der Transaktionskosten noch oder gerade nicht mehr kompensiert. Dieser Maßstab ist demnach auch grundsätzlich zur Bestimmung des optimalen Aufgaben-Mittel-Satzes einer Börse geeignet. Jedoch fehlt es bislang an Möglichkeiten, die Wirkungen einzelner Maßnahmen zu isolieren. Selbst wenn sich dieses Problem lösen ließe, müßte man sich z.B. noch darauf einigen, wer dafür maßgeblich sein soll, wie die einzelnen tatsächlichen Bestimmungsfaktoren zu gewichten sind. Vgl. hierzu auch die Ausführungen auf S. 68 und Fußnote 1 auf S. 69 f.

4) H.-H. Weber, a.a.O., S. 90. In gleichem Sinne äußerte sich u.a. auch E. Matthiensen, a.a.O., S. 3.

jeder Effektentransaktion ausgesetzt sind, sie selbst aber kaum. Diese Analyse offenbarte auch, wie verblüffend einseitig diese Herrschaft über die Börse zugunsten der Interessen der Mitglieder ausgenutzt wurde, obwohl sich die Börse selbst durchaus als öffentlich-rechtliche Einrichtung[1] versteht und die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen die verläßliche Qualität der "amtlich festgestellten" Kurse deutscher Börsen, die ja "nicht von den Händlern, sondern von vereidigten Maklern"[2], unter "Einschaltung des amtlichen Maklers", einer "Amtsperson", zustandekämen, gar nicht genug rühmen kann. Der amtliche Makler gewährleiste "eine wirksame Kontrolle" der "Träger des Wertpapierhandels"[3]. An der NYSE fehle dagegen "eine dem deutschen Kursmakler vergleichbare Einrichtung" und damit habe der Kunde nicht die "Kontrollmöglichkeit und den Schutz, die ihm die deutsche amtliche Notierung bietet".[4]

Die Analyse der Börsenhandelsorganisation an der NYSE und an der Frankfurter Börse, die durchaus auch für die anderen deutschen Börsen stehen kann, hat jedoch sehr klar ergeben, daß die Vorkehrungen der NYSE zum Schutze von Anlegern die der Frankfurter Wertpapierbörse bei weitem in den Schatten stellen. Die zitierten Passagen stammen daher entweder aus der Feder eines Unkundigen, oder es wird hier mit den öffentlich-rechtlichen Attributen deutscher Börsen in einer Weise Schindluder getrieben, die nicht einmal der apologetische Charakter der Stellungnahme rechtfertigen kann.

---

1) Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.), Handbuch 1968, a.a.O., Teil I, S. 4.

2) Stellungnahme der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen zu den Plänen ..., a.a.O., S. 8.

3) Ebda., S. 6.

4) Ebda., S. 7.

Wenn Forberg ausführt, die Börse sei kein einseitiges Instrument irgendeines Beteiligten, die Kursnotizen seien absolut korrekt, da sie nach genau festgelegten Regeln von amtlichen, vereidigten Maklern ermittelt würden, und der "Giftbaum" Börse sei sehr sorgfältig durch strenge Gesetze beschnitten, in deren Vordergrund der Schutz des Publikums stehe[1], muß ihm im Lichte der gewonnenen Ergebnisse erwidert werden, daß keinerlei Anlaß zu Selbstzufriedenheit mit der Organisation unseres Börsenhandels besteht. Als absolut unhaltbar erwies sich die selbst von anderen Börsensachverständigen hierzulande vertretene These, durch Änderungen der Organisation des Börsenhandels könne weder Anlegerinteressen gedient noch das Auftragsaufkommer beeinflußt werden.[2]

Während in der Diskussion um eine Reform der deutschen Börse der Gedanke mehr und mehr Anklang findet, die Information der Anleger über die jeweilige Geschäftslage der Emittenten von Börsentiteln zu verbessern, wurde die These von der Untauglichkeit organisatorischer Mittel für manche geradezu Dogma. Lediglich die Experten der Zentralkassen sprachen offen davon, daß unter den gegenwärtigen Börsenverhältnissen durchaus Manipulationsmöglichkeiten bestehen und begrüßten daher auch Änderungen der Organisation des Börsenhandels[3]. Nachweisrisiken zu begegnen, ist man allenthalben bereit; dazu, auch Realisationsrisiken einzudämmen, besteht hingegen fast keine Neigung.

---

1) K. Forberg, Wertpapier ..., a.a.O., S. [illegible] f.

2) H. Feith, Börsenreform ..., a.a.O., S. 11, 9; H. Degner, a.a.O., S. 772. Wenn auch nicht immer so pointiert und mitunter leicht variiert findet sich diese These an vielen anderen Stellen. So z.B. in: Ad-hoc-Ausschuß, a.a.O., S. 18 f. Sie wurde auch von der Presse fleißig herumgeboten. Vgl. hierzu die Literaturangaben auf S. 76 f., 79.

3) Geteilte Meinung zur Börsenreform, in: Handelsblatt, Nr. 51 vom 12. März 1968. Siehe auch o.V., Börsenreform: Prof. Stützel will wissen, wo die Aktionäre der Schuh drückt, in: Industriekurier, Nr. 69 vom 16. April 1968. Vgl. dagegen o.V., Börsen-Ausschuß hat es in der Hand, Gesetz-Reform vorweg zu nehmen, in: Industriekurier, Nr. 111 vom 18. Aug. 1968.

Diesen Gegensatz darauf zurückzuführen, daß die Börsenmitglieder sich vor einer Reorganisation des Börsenhandels, die sie unmittelbar träfe, dadurch schützen wollen, daß sie sich darauf einlassen, den Effektenhandel in anderen Teilbereichen zu reformieren, hieße die Dinge jedoch in ein schiefes Licht rücken.[1] Wie oben ausgeführt, bieten die deutschen Börsen unter dem Aspekt der Minimierung der Transaktionskosten betrachtet ein Bild erstaunlicher Perfektion. Unter diesem Aspekt scheint eine Reorganisation in keiner Weise begründet. Es ist daher gar nicht zu erwarten, daß Änderungswünsche auf Verständnis stoßen. Auf den ersten Blick hin scheint es in der Tat unsinnig, auf ein Stück Perfektion zu verzichten. Das gilt um so mehr, mit je weniger überzeugenden Argumenten die Reformforderungen begründet werden. Man ist sich zwar einig darin, Anlegerinteressen und dem Anlegerschutz dienen zu wollen, wovor aber Anleger genau geschützt werden sollen, blieb in der Diskussion, gerade was die Realisationsrisiken angeht, fast völlig offen. Erst wenn diese Frage beantwortet ist, ist es sinnvoll, das "Wie" zu diskutieren. Es fehlt in diesem Punkt ganz einfach noch an Problembewußtsein. So klagte eine angesehene Wirtschaftszeitung einerseits über die Kühle, mit der bedeutende Teile der Bankwelt die Reformpläne des Wirtschaftsministeriums aufnahmen und empfahl, sich statt dessen die Frage zu stellen, wie man zu einem Börsenwesen kommen könne, das sich an Strenge, Transparenz und Schlagkraft von keinem anderen der Welt übertreffen ließe.[2] Andererseits meinte dieselbe Zeitung zu Beschwerden über Kursmanipulationen eines Börsenmitglieds beim Handel von Rheinstahlaktien nur, die angeprangerte technische Manipulation sei nicht verboten. Es stehe überdies jedem frei, sich über die Rheinstahlaktie sein eigenes Bild zu machen und zu gedrückten Kursen zu kaufen[3]. Wo aus mißverstandener Liberalität Strenge und

1) Vgl. aber H. Bergmann, Börsenreform im Sperrfeuer, a.a.O.
2) Zu einfach gemacht, in: Handelsblatt, Nr. 156 v.17.8.1966.
3) Vergebliche Mühe, in: Handelsblatt, Nr. 157 v.16/17.8.1968.

Schlagkraft des Börsenwesens mit Kursmanipulationen von Börsenhändlern vereinbar scheinen, fehlt ganz offensichtlich das Gespür dafür, daß der Händler seiner Präferenzen wegen heute mit einem ganz anderen Maß als der Anleger zu messen ist, daß es besondere Realisationsrisiken für Anleger gibt. Diese mögen zu Zeiten vernachlässigbar gewesen sein, als der Börsenhandel allein Angelegenheit einer privilegierten Klasse war, innerhalb derer es schon aufgrund familiärer Verflechtungen kein erhebliches Präferenzgefälle gab. Im Zeichen staatlicher Popularisierung des Wertpapiersparens, überproportionalen Wachtums gerade der Kleindepots und über drei Millionen Depots wirtschaftlich Unselbständiger[1] werden Präferenzgefälle immer stärker und die Forderung von Anlegern immer lauter, diesen Realisationsrisiken zu begegnen. Selbst wenn es wie hier in aller Regel um geringfügige Beträge geht, ist das Gefühl, übervorteilt zu werden, bitter; von Leuten übervorteilt zu werden, die ohnehin mehr haben, ist noch bitterer und verärgert zutiefst.[2] Wo solchem Unrecht Raum gelassen wird, gedeihen Antagonismen.

Schon heute tauchen in der Mehrzahl der deutschen Publikationen zu grundsätzlichen Börsenfragen und in praktisch jedem einschlägigen Leserbrief Wendungen auf, wie "an den Aufträgen wird mehr als zulässig verdient", "Aktionäre mögli-

---

1) Die Entwicklung der Wertpapierdepots im Jahre 1967, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 20. Jg. (1968), Nr. 7, bes. S. 11 f.

2) Geradezu paradigmatisch dafür, wie nachhaltig es Anleger verärgert, sehen sie sich übervorteilt, ist der Fall einer Dame, die sich auf eine Zeitungsanzeige hin meldete. Die Anzeige hatte ein Anleger einrücken lassen, um Kontakt mit gleich ihm geschädigten Aktionären zu finden. Jene Dame schrieb also im Jahre 1961, ihrer Mutter sei im Juni 1938 von einer Bank dringend geraten worden, ihre Daimler-Aktien zu verkaufen und dafür Reichsschatzanweisungen ins Depot zu nehmen. Sie legte sogar noch eine Fotokopie der Anzeige der Bank vor, in der die Bank u.a. mitteilte, sie habe die Aktien übernommen.

cherweise übervorteilt", "die Sahne ist für die Händler und die Magermilch für den kleinen Anleger da". Diese Zeichen keimenden und wuchernden Mißtrauens sind zum großen Teil nichts anderes als mehr oder weniger treffend artikuliertes Unbehagen über den Umfang der Realisationsrisiken. Wo Realisationsrisiken und Nachweisrisiken beseitigt sind, hat Mißtrauen keinen Platz. Es gäbe dann niemanden, dessen Verhalten man zu fürchten brauchte.

Börsen und Banken wollen um Vertrauen für die Effektenanlage werben. Dies nur mit den Beteuerungen zu versuchen, an der Börse gehe es absolut korrekt zu, hieße wohl die Intelligenz der Anleger unterschätzen. Allein Handeln kann überzeugen. Den Anlegerschutz durch Börsenorganisation, insbesondere durch Organisation des Börsenhandels, zu verbessern ist möglich. Glückt ihnen der Sprung über den Schatten kürzerfristiger Einkommensüberlegungen, vielleicht auch mit etwas Hilfestellung staatlicherseits, werden Börsen und Banken sich selbst im Börsenhandel den veränderten Umweltanforderungen anpassen können, glückt der Sprung nicht, und halten die gegenwärtigen Entwicklungen an, ist eine Zwangsanpassung nur eine Frage der Zeit. Wie die Schritte auf dem Wege, vor allem Realisationsrisiken zu verringern und das Vertrauen der Anleger zu gewinnen, im einzelnen aussehen könnten, dafür ergeben sich aus den Erfahrungen und der gegenwärtigen, erprobten Organisation der NYSE wertvolle Anregungen. Diese ersten Schritte mögen sich sehr an früheren der NYSE ausrichten oder sogar eleganter sein, sie mögen aufgrund von Änderungen der Usancen von allen Börsenmitgliedern gemeinsam getan werden oder zunächst den Mitgliedern einzeln überlassen sein. Es sind Schritte, derentwegen nicht nach dem Staat gerufen zu werden braucht. Sie sollten nicht mehr lange auf sich warten lassen.

A N H A N G

KONKRETE ANHALTSPUNKTE FÜR MÖGLICHERWEISE BESTEHENDE UNZULÄNGLICHKEITEN VON GEGENWÄRTIG BEIM EFFEKTENHANDEL IN DEUTSCHLAND GÜLTIGEN REGELUNGEN (FALLSAMMLUNG)

Vorbemerkung

Knapp hundert Fälle sind dem Verfasser bekannt geworden, in denen sich ganz überwiegend Anleger begründet unzufrieden mit Verhältnissen im deutschen Effektenhandel äußerten. In allen diesen Fällen besteht kein Anlaß zu vermuten, daß es den Anlegern an Sachkenntnissen fehle und daß ihr dem Börsenhandel entgegengebrachtes Mißtrauen folglich durch Werbung oder Informationen anderer Art zerstreut werden könnte. Vielmehr ist es unter den gegenwärtig im Effektenhandel gültigen Regelungen durchaus möglich, daß sich Banken und privilegierte Anleger ungestraft genau so verhalten, wie es kritische Bankenkunden vermuten. Deshalb laden diese Fälle ausschließlich dazu ein, auf Mittel und Wege zu sinnen, wie diese Regelungen verbessert und unter den Händlern durchgesetzt werden können, damit Anleger nicht mehr in diesem Umfang befürchten müssen, auf ungerechte Weise um Teile ihres Vermögens zu kommen, ohne sich dagegen mit Aussicht auf Erfolg wehren zu können.

Eine Auswahl dieser Fälle wird im folgenden wiedergegeben. Überwiegend werden offenbar von den Anlegern infolge eigener Erfahrung Nachweisrisiken gefürchtet. Trotzdem wäre es aus wenigstens drei Gründen verfehlt, daraus zu schließen, die Bestimmungen im Realisationsbereich seien weniger reformbedürftig. Bei den Realisationsrisiken, vor denen Anleger bisher noch nicht wirksam geschützt wurden, drohen Anlegern regel-

mäßig zwar weniger hohe und damit weniger spektakuläre,[1] deswegen aber nicht weniger wahrscheinliche Vermögenseinbußen. Gefahren in diesem Bereich fallen daher schon vom Ergebnis her weniger auf. Außerdem werden die für den Anleger ungünstigen Ereignisse selbst weniger deutlich, da Begebenheiten im Bereich des Emittenten, wenigstens wenn sie merkliche Kurseffekte haben, früher oder später publik werden, während ungewöhnliche Umstände bei der Ausführung oft nur eines Börsenauftrages grundsätzlich vollkommen geheim bleiben und deshalb keine Nachrichten Mißtrauen wecken werden. Schließlich ist die Effektenkundschaft durch Erfahrungen in anderen Lebensbereichen zwar mit Nachweisrisiken, insbesondere mit Beratungsrisiken, vertraut, nicht aber mit den komplexen Realisationsrisiken des Börsenhandels, für die es zum Teil in anderen Lebensbereichen an jeder Parallele fehlt. Äußerungen von Anlegern über ungute Erfahrungen im Realisationsbereich, die ganz bestimmte Mißstände auch nur anschneiden, sind deshalb kaum zu erwarten.

Lfd. Nr. 1

Die Filiale eines Nachfolgeinstituts einer Großbank in A-Stadt verkaufte infolge eigener Initiative aus dem von ihr verwahrten großen Depot einer Witwe bedeutende Posten. Die Witwe war in Fragen der Vermögensanlage und Vermögensverwaltung absolut unerfahren und vertraute der Bank in solchen Fällen vollkommen. Wie sie selbst betont, hatte die Bank keinerlei Vollmacht, über das Depot zu verfügen, noch bestanden bezüglich des Depots mit der Bank irgendwelche besonderen Vereinbarungen.

---

1) In den Daimler-Fällen, bei denen neben interessebedingter Aktienkonzentration und vermutlich informationsbedingter Konzentration möglicherweise auch ungetreue Effektenberatung eine Rolle spielte, waren die Verluste (entgangene Gewinne) extrem hoch, so hoch, daß bei besonders vielen Anlegern die Reizschwelle überschritten war und sie reagierten. Vor allem deshalb sind diese Nachweis-Fälle am häufigsten und bekanntesten.

Trotzdem lag in einigen Fällen nicht einmal eine Einwilligung der Witwe zum Verkauf vor. Zum Beispiel beginnt eine Ausführungsanzeige vom 17. März 1951 mit den Worten: "Wir haben es für richtig gehalten, ihre RM 3.000,-- AEG-Aktien ... zum Verkauf aufzugeben und dagegen RM 1.000,-- Zeiss-Ikon-Aktien ... zu beschaffen." Unter den zahlreichen Transaktionen fällt außerdem besonders auf, daß die Bank am 17. Juni 1948, vier Tage vor der Währungsreform größere Posten RWE-Aktien und Felten & Guillaume-Aktien ohne Gegenanlage aus dem Depot der Witwe verkaufte.

Originalakten zu diesem Fall haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 2

Im Sommer 1966 emittierte die Sarotti-Aktiengesellschaft Hattersheim nominal DM 10 Mio. Aktien, die auch zum amtlichen Handel an den Börsen Frankfurt und Berlin zugelassen wurden.

Im amtlichen Zulassungsprospekt hieß es, daß man für das Geschäftsjahr 1966 "wieder mit einem befriedigenden Ergebnis" rechne. Am 10. Mai 1967 gab die Aktiengesellschaft ganz überraschend bekannt, daß für das Geschäftsjahr 1966 nur noch eine Dividende von 6 % ausgeschüttet werden könne. Für das Geschäftsjahr 1965 waren noch 18 % Dividende gezahlt worden. Als Reingewinn wurden 1964 DM 4,6 Mio., 1965 DM 5,4 Mio. und 1966 DM 2,5 Mio. ausgewiesen. (FAZ Nr. 109 vom 12. Mai 1967 und Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, Wegweiser durch deutsche Aktiengesellschaften, Ausgabe 1967, S. 480).

Lfd. Nr. 3

Im Zusammenhang mit einer Analyse der Faktoren, welche die Kurssteigerungen verschiedener Kohleaktien um weit mehr als 100 % bedingten, wird darauf hingewiesen, daß diese Kurschancen wohl in erster Linie von Insidern ausgenutzt wurden (H. Radzio, Kohleaktien hätte man kaufen müssen, in: Handelsblatt Nr. 45 vom 4. März 1968).

Lfd. Nr. 4

Gernot Meyer, Alleinvorstand der Langenbrahm Aktiengesellschaft, Essen, kaufte bis 1966 mehr als ein Viertel der Aktien dieser Gesellschaft auf. Die Kurse der bis 1965 lange Zeit dividendenlosen Stammaktien bewegten sich bis 1965 meist weit unter 100. Im Dezember 1966 wurde das bereits 1963 von 10,5 auf 8,4 Mio DM herabgesetzte Kapital nochmals reduziert, und zwar auf 2,1 Mio DM. Die Aktionäre erhielten bei dieser zweiten Kapitalherabsetzung pro vier Altaktien à 100 DM nominal eine junge Aktie über 100 DM nominal sowie 300 DM Kapitalrückzahlung. Anfang 1966 stellte die Gesellschaft den Kohleabbau ein und merzte damit nicht nur einen chronischen Verlustträger aus, sondern erwarb auch Anspruch auf Stillegungsprämie. Von entlassenen Bergarbeitern wurden höhere Mieten verlangt. Der Grundbesitz wurde teils verkauft, teils verpachtet.

Wohl hauptsächlich infolge dieser dem Alleinvorstand lange vorab bekannten Maßnahmen stieg der Kurs der Langenbrahm Stammaktien von Ende 1966 bis Jahresmitte 1968 von 125 auf etwa 770.

(Quellen: H. Radzio, a.a.O.; o.V., Geschenk vom Himmel, in: Der Spiegel, 22. Jg. (1968), Heft 34, S. 31 f.)

Lfd. Nr. 5

Trotz der erheblichen Verluste der von der Gruppe Münch-von Hansemann beherrschten Börsengesellschaften (Boswau & Knauer, Düsseldorf, Hallesche Salzwerke und Chemische Fabrik Kalbe, Düsseldorf, Gottfried Lindner, Nürnberg, und Zschocke-Werke, Kaiserslautern) wurde es unterlassen, alle Aktionäre über die Veränderung der Geschäftslage zu informieren. Noch am 7. November 1964 ließ der Vorstand von Boswau & Knauer den Aktionären durch die Presse mitteilen, die finanzielle Situation und der Geschäftsgang seien gesund. Der Kurs zog noch einmal kräftig an. Erst Mitte Dezember wurde die desolate Lage der Firma bekannt.

Es ist unbestritten, daß die Gruppe Münch-von Hansemann im Laufe des Jahres 1964 einen Teil ihrer Boswau & Knauer Aktien verkaufte und zwar vermutlich noch zu Kursen, die wenigstens doppelt, möglicherweise aber auch vierfach so hoch waren wie der Kurs der Aktien nach Offenlegung der tatsächlichen Situation.

In diesem Zusammenhang wurde auch bekannt, daß die zuständigen Registerrichter gegen die genannten Gesellschaften nicht vorgegangen sind, obgleich die Fristen für die Vorlegung der Geschäftsberichte i.d.R. sehr erheblich überschritten wurden und die Geschäftsberichte mitunter unvollständig waren.

(Quellen: Horst Schmitz, Der kleine Mann hat das Nachsehen ..., in : Handelsblatt, Nr. 7 vom 12. Jan. 1965; G.W. Engler, Vor Aktien wird gewarnt, München, Bern, Wien 1967, S. 70-74, 253 f.)

Exkurs, insbesondere zu den lfdn. Nrn. 4 und 5

Am 8. November 1963 begann die Texas Gulf Sulphur Company Versuchsbohrungen in Timmins, Ontario, Canada. Wenige Tage später stellte der leitende Geologe Darke fest, daß man ganz außerordentlich ergiebige Kupfer- und Zinklagerstätten entdeckt hatte. Der Fund wurde der Leitung der Gesellschaft mitgeteilt. Daraufhin wurden alle, die vom Erfolge der Bohrungen erfahren hatten, angewiesen, den Fund streng geheim zu halten. Die Bohrarbeiter durften ihr Camp zunächst nicht verlassen. Um weitere Bohrrechte im gleichen Gebiet zu erwerben, bevor andere Gesellschaften auf dessen Erzvorkommen aufmerksam würden, oder auch um die Funde zu vertuschen, wurde das Bohrgerät weggeschafft. Indessen fingen einige der Mitwisser an, Aktien der Texas Gulf oder Optionen auf deren Aktien zu erwerben. Die Verkäufer der Aktien und Optionen waren über die Bohrergebnisse nicht unterrichtet.

Der Geologe Darke empfahl darüberhinaus seinem Bruder und Freunden Texas-Gulf-Aktien. Ferner gelang es fünf informierten Managern der Texas Gulf, von dieser Optionen zum Bezug von insgesamt 31.200 Aktien zu erhalten. Vor den über diese Optionen entscheidenden Mitgliedern der Geschäftsleitung waren die Bohrergebnisse erfolgreich geheimgehalten worden. Die Optionsrechte wurden am 23. Februar 1964 gewährt (Bezugskurs 24). Am 12. April 1964 nahm die Gesellschaft in einer Presseerklärung zu den Gerüchten über die großen Bohrerfolge Stellung, die inzwischen umgingen. Es wurde festgestellt, die Gerüchte seien ohne Grundlage und die Funde unbedeutend. Doch wurde der Board of Directors am Morgen des 16. April 1964 unterrichtet, der wenig später die Presse über Art und Umfang der Funde informierte.

Noch bevor die Presse der Öffentlichkeit die sensationelle Nachricht übermittelt hatte, gab ein bis zum 16. April un-

informiertes Mitglied des Board namens Coates seinem Broker Weisung, Texas-Gulf-Aktien für Treuhandkonten seiner Enkel zu kaufen. In derselben Lage wandte sich ein anderes Mitglied namens Lamont an die Morgan Guaranty Trust Company, deren Board er ebenfalls angehörte, und bat, den Ticker besonders auf günstige Texas-Gulf-Nachrichten hin zu beachten. Diese Bank kaufte danach vor der Veröffentlichung der Presseerklärung für verschiedene Kunden 8.000 Texas-Gulf-Aktien.

Der Kurs der Aktie lag im November 1963 bei 17. Am 12. April standen sie bei 34. Er fiel dann auf 30 zurück, hatte aber bald wieder 34 erreicht. Am 16. April stieg der Kurs bis auf 37, bis Ende April 1964 auf 58. Im April 1965 notierten die Aktien um 70.

Die SEC erhob im April 1965 Klage gegen dreizehn Personen, Mitglieder des Board, der Geschäftsleitung und Angestellte, und beantragte, die Beklagten zu verurteilen,

1. Transaktionen in Aktien der Gesellschaft aufgrund von Informationen über diese Gesellschaft zu unterlassen, die weder der Gesellschaft noch deren Aktionären noch der Öffentlichkeit bekannt gegeben seien,
2. solche Insider-Informationen einem ausgewählten Personenkreis außerhalb der Gesellschaft zugänglich zu machen,
3. denjenigen, von denen sie zwischen dem 12. November 1963 und dem 17. April 1964 Aktien der Gesellschaft oder Optionen darauf erworben haben, anzubieten, die Verträge aufzuheben,
4. die ihnen von der Gesellschaft eingeräumten Optionen zu widerrufen und die bereits aufgrund dieser Rechte bezogenen Aktien oder die daraus resultierenden Gewinne der Gesellschaft zu übertragen.

Ferner beantragte die SEC, die Texas-Gulf selbst zu verurteilen, materiell falsche, irreführende, unangemessene und ungenaue Presseerklärungen zu unterlassen, und Darke, Lamont und

Coates zu verurteilen, denjenigen Schadenersatz zu leisten, die Personen Aktien verkauft oder Optionen eingeräumt haben, die Insider-Informationen von diesen drei Beklagten erhalten haben. Außer der SEC haben einige Anleger gegen Texas Gulf und ihre Angehörigen Klage erhoben.

Ein 1966 ergangenes erstes Urteil ist nur insoweit rechtskräftig geworden, als Lamont und Coates freigesprochen wurden. Das Gericht führte aus, daß es keine Bestimmung gäbe, nach der Insiders erst eine angemessene Frist verstreichen lassen müßten, während der sich eine der Öffentlichkeit übergebene Nachricht ausbreiten könne, bevor sie selbst eine bekanntgegebene Nachricht nutzen dürften. Mit ihren anderen Anträgen hatte SEC bisher bei den Gerichten Erfolg.

(Quellen: W.M. Kennedy und H.S. Wander, Texas Gulf Sulphur, A Most Unusual Case, in: The Business Lawyer, 1965, S. 1057, wiederabgedruckt in: R.W. Jennings und H. Marsh, Securities Regulation, Cases and Materials, 1966 Supplement, Brooklyn 1966, S. 138-150; H.G. Manne, Insider Trading and the Stock Market, New York u. London 1966, Chapter III (Developments Under SEC Rule 10b - 5); CCH (Hrsg.), NYSE Guide, Vol. 3, S. 6252; Ist die Klage gegen Merrill Lynch nur ein Anfang? in: Handelsblatt, Nr. 184 vom 24. September 1968.)

Lfd. Nr. 6

Mehrere Effektentransaktionen eines Kunden der Filiale E-Stadt, eines Nachfolgeinstituts einer Großbank, stellten sich als für diesen sehr unvorteilhaft heraus, obwohl eben diese Transaktionen von einem Angestellten der Bank eingeleitet wurden, der später reüssierte. Der Angestellte lud den Kunden jeweils zu Beratungen in die Räume der Bank ein.

Im Juli 1954 rief der Angestellte unaufgefordert den Kunden an und erklärte ihm, er müsse unbedingt sein Depot in Bewe-

gung bringen. Als der Kunde zögerte, bot er an, die im Depot des Kunden befindlichen Kaufhof-Aktien 3 Punkte über dem Börsenkurs zu übernehmen. Er empfahl sehr lukrative Gegenanlagen, so daß der Kunde schließlich in den Verkauf seiner Kaufhof-Aktien einwilligte. Das Geschäft wurde am 2. Juli 1954 abgeschlossen.

Am 11. September 1954 gab der Kunde auf Anraten des Angestellten einen Posten Daimler-Benz-Aktien ab. Als der Angestellte im Januar 1955 wieder an den Kunden herantrat und ihm empfahl, sich von einem größeren Posten Daimler-Aktien und von seinen Demag-Aktien zu trennen, äußerte der Kunde Bedenken und wollte sich die Mittel für die vorgeschlagenen Gegenanlagen durch Verkauf seiner Montan- und Chemie-Werte beschaffen. Der Angestellte meinte aber, solche guten Papiere verkaufe man nicht. So gab der Kunde am 12. Januar 1955 seine restlichen Daimler-Benz-Aktien und seine Demag-Aktien ab.

Der Kunde erfuhr später von einer Mitarbeiterin des Angestellten, daß dieser die Aktien für die Großbank erworben hat. Das veranlaßte ihn, gegen den Angestellten und gegen die Großbank erste Schritte zu unternehmen. Im Jahre 1959 bot ihm daraufhin die Bank DM 6.000 als Entschädigung an. Auf die Forderung des Kunden, ihm DM 10.000 Entschädigung zu zahlen, ging die Bank nicht ein. Um seine Forderungen durchzusetzen, schaltete der Kunde einen Anwalt ein, der die Klage gegen die Bank vorbereiten sollte. Vier Monate vor dem Tod des Kunden legte dieser sein Mandat nieder.

Dem Verfasser haben Schreiben des Kunden und eines Anwalts desselben vorgelegen.

Lfd. Nr. 7

Ein Daimler-Benz-Aktionär, der seine Aktien von einer Genossenschaftsbank verwahren ließ, wurde vor 1960 von einer Stelle in Stuttgart angeschrieben; der Stelle sei bekannt, daß er Daimler-Aktien halte. Man sei bereit, ihm diese zum bisher erreichten höchsten Börsenkurs abzunehmen.

Der Aktionär ist einem Informanten des Verfassers bekannt.

Lfd. Nr. 8

Die Filiale A-Stadt eines Nachfolgeinstituts einer Großbank verwahrte Depotwerte für eine Witwe, die ab und zu zur Effektenberatung in die Bank zu kommen pflegte. Als sie im Jahre 1953 einmal wieder auf den Angestellten wartete, der sie regelmäßig beriet, trat ganz überraschend der Chef der Effektenabteilung heran, war zu ihrem Erstaunen über ihren Besitz an Daimler-Aktien gut orientiert und riet ihr dringend, diese in BASF-Aktien zu tauschen, da der Kurs der Daimler-Aktien doch wohl recht hoch sei.

Die Dame weiß nicht mehr ganz sicher, ob sie sich gerade mit dem ihr vertrauten Angestellten beriet, als der Leiter der Effektenabteilung hinzutrat, oder ob sie gerade auf die Rückkehr des Angestellten an die Theke wartete. Sie betont aber, daß die Beratung durch den Leiter der Effektenabteilung ganz außergewöhnlich gewesen sei.

Schreiben der Kundin haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 9

Im Jahre 1953 wurde einem im Effektengeschäft keineswegs versierten Anleger von dem ihm bekannten Sachbearbeiter seiner

Bank, dem Nachfolgeinstitut einer Großbank, fernmündlich unaufgefordert der Rat gegeben, Daimler-Aktien zu verkaufen und an deren Stelle Lanz-Aktien ins Depot zu nehmen (W. Mundry, Börsenaufsicht ist wichtig, in: FAZ, Nr. 15 vom 18. Januar 1968).

Lfd. Nr. 10

Im Februar 1953 wurde einem Anleger von einem Prokuristen seiner Bank, einem Nachfolgeinstitut einer Großbank, unaufgefordert telefonisch geraten, seine Daimler-Aktien nach und nach zu verkaufen und dafür Lanz-Aktien ins Portefeuille zu nehmen. Diesen Rat wiederholten andere Herren der Bank, während die Transaktionen abgewickelt wurden (o.V., Tips am Telefon, in: Der Spiegel, Nr. 38 vom 16. September 1968, S. 54-57; Capital Nr. 3/1968, S. 54; Schreiben des Herrn Bonse an Herrn Dr. Hans Feith vom 30. Januar 1968).

Lfd. Nr. 11

Im Frühjahr 1953 riet eine Bank in R-Stadt, Filiale eines Nachfolgeinstituts einer Großbank, einem ihrer Depot-Kunden, seine Daimler-Aktien in Lanz-Aktien zu tauschen.

Ein Schreiben des Sohnes des Kunden hat dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 12

Die Filiale eines Nachfolgeinstituts einer Großbank in G-Stadt sandte am 15. Januar 1954 einer Kundin folgendes Schreiben:

"Bezüglich der in Ihrem Depot ruhenden Daimler-Benz-Aktien, die z.Zt. ca. 130 % notieren, möchten wir nicht verfehlen, darauf hinzuweisen, daß nach Erklärung des Generaldirektors dieser Firma das Produktionsproblem in der deutschen Automobilindustrie sich mehr und mehr zu einem Absatzproblem entwickelt hat, wodurch auch die Preisgestaltung beeinflußt werde.

Wir unterbreiten Ihnen den unverbindlichen Vorschlag, einen evtl. Umtausch dieser Stücke in andere Werte in Erwägung zu ziehen, zumal anzunehmen ist, daß die zuletzt ausgeschüttete Dividende von 6 % wohl kaum erhöht werden dürfte ..."

Von diesem Fall abgesehen, hat die Kundin nie einen schriftlichen Ratschlag von der Bank erhalten.

Briefe der Kundin und eine Photokopie des Schreibens der Bank haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 13

Im Jahre 1955 wandte sich das Nachfolgeinstitut einer Großbank in F-Stadt wiederholt fernmündlich und mündlich an einen ihrer Kunden, der bei ihr Daimler-Aktien verwahrte. Die Bank empfahl dem Kunden, seine Daimler-Aktien abzustoßen, da keine weiteren Kurssteigerungen, sondern eher Kursrückgänge zu erwarten seien. Obwohl der Kunde sich einem Verkauf abgeneigt erklärte, intensivierte die Bank ihre Bemühungen, den Kunden zum Verkauf seiner Daimler-Aktien zu bewegen. Am 21. März 1955 hatten diese Bemühungen Erfolg.

Der Kunde bemühte später in dieser Sache seinen Rechtsanwalt, ging aber sehr behutsam vor, da er befürchtete, daß die Angelegenheit weite Kreise ziehen könnte. Er befürchtete ins-

besondere "überschießende Rückwirkungen auf die derzeitige Prosperität aller aktienrechtlichen Unternehmen ..., wenn aus einer derartigen in die öffentliche Breite gehende Behandlung der zweifellos ... verspürten Praktiken, Parteien und Zeitungen jeglicher Richtung sich mit diesen Vorfällen befassen." Er fühlte sich verpflichtet, "trotz aller Entrüstung über das Geschehene, der extremen Linken keinen willkommenen Anlaß zu radikalem Vorgehen zu geben."

Bei dem Kunden handelt es sich um ein Vorstandsmitglied einer bedeutenden deutschen Aktiengesellschaft, in deren Aufsichtsrat die Bank vertreten ist. Schritte gegen die Bank unternahm er daher erst, als er in Pension gegangen war.

Dem Verfasser haben Schreiben dieses Depot-Kunden vorgelegen.

Lfd. Nr. 14

Von einem Angestellten des Nachfolgeinstituts einer Großbank in S-Stadt wurde ein Kunde dieser Bank Mitte April 1955 unaufgefordert angerufen. Es wurde ihm geraten, seine Daimler-Aktien zu verkaufen, da derzeit offensichtlich Interessenkäufe stattfänden und man sich daher nun zu besonders hohen Kursen von seinen Daimler-Aktien trennen könne. In Kürze sei mit einem erheblichen Kursrückgang zu rechnen. Als Gegenanlagen wurden Montan-Aktien, Aktien von Siemens oder der Rheinischen Hypothekenbank vorgeschlagen. Infolge dieses Gesprächs wurden die Daimler-Aktien des Kunden am 22. April 1955 verkauft.

Die Bank ist sonst nie mit ähnlichen Ratschlägen an den Kunden herangetreten.

Schreiben des Kunden haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 15

Der Kundin einer Bank in B-Stadt, einem Nachfolgeinstitut einer Großbank, wurde mündlich in der Bank mehrmals zu Transaktionen geraten, die sich später als ausgesprochen unvorteilhaft erwiesen.

Im Frühjahr 1954 wurde ihr geraten, ihre ganzen Aktienbestände zu verkaufen und dafür Gelsenkirchener-Bergwerks-Aktien ins Depot zu nehmen. Als die Kundin diesem Rat nicht nachkommen wollte, drängte sie derSchalterbeamte so, daß es schließlich zu einem heftigen Auftritt in der Schalterhalle der Bank kam.

Im Juli 1955 wurde ihr vom gleichen Sachbearbeiter der Bank empfohlen, ihre Daimler-Aktien zu verkaufen, da Flick inzwischen in den Besitz einer Schachtel gelangt und deshalb mit einem Kurssturz zu rechnen sei. Der Kundin leuchtete diese Argumentation ein, und sie verkaufte ihre Daimler-Aktien am 13. November 1955.

Ferner schreibt die Depot-Kundin: "Einige Zeit später schickte mir die Dresdner Bank ein Rundschreiben, meine Buderus-Aktien stünden nun auf 180. Angesichts der schlechten Rendite solle ich das Papier verkaufen bzw. umtauschen. Ich hatte diese Aktien im Jahre 1955 zu einem Kurs von 268 gekauft und ärgerte mich deshalb über das Rundschreiben nicht schlecht. Ich habe die Aktien nicht verkauft, weil ich grundsätzlich nicht mit Verlust verkaufe. Kurze Zeit nach Erhalt des Rundschreibens fingen die Buderus-Aktien an zu steigen und erreichten schließlich im letzten Jahr einen Kursstand von nahezu 600."

Die Flick-Gruppe erwarb direkte und indirekte Beteiligungen nicht nur an Daimler-Benz, sondern auch an Buderus.

Einschlägige Schreiben der Depot-Kundin haben dem Verfasser

Lfd. Nr. 16

Einer Kundin des Nachfolgeinstituts einer Großbank in F-Stadt wurde in einem Schreiben des Börsenbüros dieser Bank vom 19. August 1955 nahegelegt, ihre Bestände in Daimler-Benz-Aktien abzugeben. Das Schreiben hatte folgenden Wortlaut:

"Der Kurs der Daimler-Benz-Aktien, die schon seit Monaten Gegenstand mit wechselnder Intensität geführter Interessenkäufe sind, hat inzwischen bei zuletzt 9 % Dividende mit ca. 380 % ein Niveau erreicht, das in Börsenkreisen als für Außenstehende allmählich weniger interessant, vielmehr als etwas riskant angesprochen wird, da man naturgemäß das Ende der Aufkäufe nicht abzusehen vermag.

Wir wollten nicht versäumen, Sie auf diesen Sachverhalt aufmerksam zu machen, und geben Ihnen höflich anheim, eine Gewinnrealisation oder einen Tausch in Erwägung zu ziehen ..."

Die Kundin verkaufte die Daimler-Aktien sofort, da sie bei einer so generellen Empfehlung mit einem jähen Kurssturz rechnete. Sie betont, daß sie weder vorher noch nachher von der Bank in dieser Weise angegangen worden war.

Dem Verfasser haben Schreiben der Kundin und eine Kopie der Mitteilung des Börsenbüros vorgelegen.

Lfd. Nr. 17

Die Filiale K-Stadt eines Nachfolgeinstituts einer Großbank sandte am 5. November 1955 an eine Kundin ein Schreiben folgenden Inhalts: "Wir verwahren für Sie u.a. DM ... Daimler-

Benz-Aktien, Stuttgart. Der Kurs dieser Papiere ist durch Interessenkäufe auf 396 % (...) gestiegen. Es ist damit zu rechnen, daß diese Käufe im Laufe der nächsten Zeit aufhören und dadurch ein Kursrückgang eintritt.

Zieht man in Erwägung, daß andere Werte, wie z.B. Bank-Aktien, Demag-Aktien und die Nachfolger-Aktien der IG-Farbenindustrie, bei gleicher Dividendenaussicht wesentlich niedriger notieren, so halten wir es für angebracht, Überlegungen anzustellen, ob nicht ein Tausch der Daimler-Aktien in solche Werte ratsam ist.

Durch diese Transaktionen würde sich der Nominalbetrag der Aktien erhöhen und damit auch der Ihnen zufließende Ertrag.

Wir geben Ihnen diese Anregung, weil wir glauben, daß diese Durchführung für Sie von Vorteil ist.

Stets gern zu Ihren Diensten ..."

Später wurde die Kundin mündlich beraten und auf die Gefahren eines Kursrückganges als Resultat der erfolgreichen Flick-Aufkäufe hingewiesen.

Im Jahre 1960 beschwerte sich die Kundin energisch bei der Bank. Diese zeigte für die Verärgerung der Kundin Verständnis, verwahrte sich aber gegen Vorwürfe.

Dem Verfasser haben Schreiben und Kopien des Schriftwechsels der Kundin vorgelegen.

Lfd. Nr. 18

Ein Nachfolgeinstitut einer Großbank in B-Stadt versandte am

1. Oktober 1955 ein Schreiben an die Kunden, die Daimler-Benz-Aktien im Depot hielten. Sie wies diese Kunden auf den verhältnismäßig hohen Kurs von ca. 390 % hin, der gegenüber anderen, gleichwertigen Aktien wohl stark überhöht sei. Aus diesem Grunde riet die Bank ihren Kunden zum Tausch der Daimler-Aktien in NSU-Aktien.

Eine Kundin, die sich auch aufgrund eines weiteren Schreibens dieser Art nicht von ihren Daimler-Aktien getrennt hatte, benötigte im November 1957 einige tausend DM. Mit einer Aufstellung der Papiere, die sie deshalb verkaufen wollte, ging sie zur Bank. Der Schalterbeamte gab ihr den dringenden Rat, nicht die von ihre notierten Papiere, sondern ihre Daimler-Aktien zu verkaufen, da diese zur Zeit sehr hoch stünden. Die Kundin schrieb: "Ich mußte mich richtig dazu überreden lassen." Die Daimler-Aktien wurden am 21. November 1957 verkauft.

Einschlägige Schreiben der Kundin sowie Fotokopien der Originalakten haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 19

Von einem Nachfolgeinstitut einer Großbank in B-Stadt wurde einem Kunden im Jahre 1955 dringend brieflich geraten, seine Daimler-Aktien in NSU-Aktien zu tauschen. Der Kunde kam dem Rat seiner Bank nach.

Der Kunde schrieb hierzu: "Obwohl es sich bei mir um nicht ganz 1.000 DM Nennwert handelte, hat mich doch die Tatsache, daß mir damals in so zwingender Form zum Verkauf geraten wurde, bis zum heutigen Tage maßlos geärgert." Er betrachtet die Handlungsweise der Bank "als reinen Betrug, denn es war der Bank bestimmt bekannt, daß für Daimler-Benz-Aktien kei-

nerlei Bedenken bestand. Noch schlechter sieht es aus, gleichzeitig NSU anzubieten, denn gerade hier war der ... Bank, die damals im Aufsichtsrat bei NSU saß, sicher bekannt, daß größere Entlassungen von Arbeitskräften bevorstanden."

Schreiben des Kunden, in denen er die oben fixierten Angaben macht, haben dem Verfasser vorgelegen.

Exkurs, insbesondere zu den lfdn. Nrn. 9 - 11 sowie 18 und 19

Am 17. Juni 1966 erhielten Angehörige des Brokerhauses Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith im Zuge ihrer Tätigkeit als Underwriter Einsicht in die Geschäftslage der Douglas Aircraft Company. Sie bemerkten, daß sich die Situation von Douglas sehr verschlechtert hatte und daß so die Bewertung von den Aktien dieser Gesellschaft nach der zuletzt veröffentlichten Gewinnprognose noch zu Kursen Anlaß gab, die infolge der eingetretenen Entwicklung als viel zu hoch anzusehen war. Merrill Lynch teilte diese Beobachtungen einigen Großkunden mit, während Kleinkunden vom Kauf der Douglas-Aktien nicht abgeraten wurde. Diese Großkunden trennten sich dem Tip folgend von ihren Beständen in diesen Aktien und verfixten darüberhinaus größere Posten.

Douglas gab am 24. Juni 1966 öffentlich bekannt, wie es um die Ertragslage der Gesellschaft stand. Die Douglas-Aktien, die bis dahin um 90 notierten, fielen daraufhin noch am selben Tage auf unter 79; zu Ende des Monats gingen sie noch etwa zu 64 um. Douglas wurde Anfang 1967 von McDonnell übernommen.

Die SEC ermittelte gegen Merrill Lynch und beschuldigte die

Firma und 15 ihrer Großkunden des Betrugs. Gegen die Brokerfirma wurden im November 1968 Sanktionen verhängt. Die SEC suspendierte die Zulassung für mehrere leitende Angestellte, das Großbüro in New York mußte 21 Tage geschlossen werden. Merrill Lynch akzeptierte diese Entscheidung der Behörde, die damit rechtskräftig wurde.

(Quellen: SEC-Betrugsverfahren gegen Merrill Lynch, in: Industrie-Kurier vom 29. August 1968; Verbotene Spiele, in: Der Spiegel, 22. Jg. (1968), Nr. 37, S. 126 f.; Ist die Klage gegen Merrill Lynch nur ein Anfang? in: Handelsblatt, Nr. 184 vom 24. September 1968; re., Merrill Lynch antwortet der SEC, in: FAZ, Nr. 224 vom 26. September 1968; Größte US-Maklerfirma wegen Betrugs bestraft, in: Die Welt vom 28. November 1968.)

Lfd. Nr. 20

Von einem Prokuristen des Nachfolgeinstituts einer Großbank in D-Stadt wurde einem Daimler-Aktionär unaufgefordert telefonisch geraten, seine Daimler-Aktien zu verkaufen und junge BASF-Aktien ins Depot zu nehmen. Der Kunde verkaufte seine Daimler-Aktien am 4. November 1955.

Der Prokurist begründete seinen Rat damit, daß die Aufkäufe von Flick aufgehört hätten und eine Kursabschwächung bevorstünde. Die Bank war bis dahin noch nie an den Kunden aus eigener Initiative herangetreten, um ihm hinsichtlich seines Depots Empfehlungen zu geben.

Dem Verfasser haben Schreiben des Kunden vorgelegen.

Lfd. Nr. 21

Das Nachfolgeinstitut einer Großbank in C-Stadt versandte an Daimler-Benz-Aktiendeponenten am 8. Februar 1956 ein Rundschreiben, in dem es heißt:

"Wir gestatten uns, Sie darauf hinzuweisen, daß der Kurs der Daimler-Benz-Aktien heute 395 bis 397 % notierte.

Die Gesellschaft hat zuletzt eine Dividende von 9 % verteilt. Der hohe Kurs für das Papier ist lediglich aus Interessenkäufen zu erklären. Er steht in keinem gesunden Verhältnis zur Dividende. Der Höchstkurs im vergangenen Jahr lag bei 402 %.

Im Interesse einer besseren Verzinsung des angelegten Kapitals stellen wir Ihrer Erwägung anheim, Ihren Besitz an Daimler-Benz-Aktien in junge Farbenfabriken-Bayer-Aktien, ..., umzutauschen ... Auf die alten Farbenfabriken-Bayer-Aktien dürfte für das Geschäftsjahr 1955 eine Dividende von 9 % gegen 8 % im Vorjahr zur Verteilung kommen.

Sie können ... für Ihre Daimler-Aktien den doppelten Betrag an jungen Farbenfabriken-Bayer-Aktien erwerben, und die Rendite würde sich bei diesem Kursverhältnis - die gleiche Dividende von 9 % bei beiden Gesellschaften vorausgesetzt - verdoppeln ...

Falls Sie unsere Anregung aufzugreifen beabsichtigen, bitten wir Sie um einen entsprechenden Auftrag. O.u.V."

Photokopien des Schreibens der Bank an den Kunden sowie einschlägige Schreiben des Kunden haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 22

Um den 10. Februar 1956 herum wurde ein Daimler-Aktionär von seiner Depotbank, dem Nachfolgeinstitut einer Großbank in R-Stadt, überraschend angerufen. Es wurde ihm empfohlen, seine Daimler-Aktien zu verkaufen, da deren Kurs zur Zeit derartig hoch sei, daß kaum angenommen werden könne, daß es noch länger ohne einen Kursrückgang gehe.

Der Kunde verkaufte daraufhin am 16. Februar 1956 seine Daimler-Aktien.

Es ist sonst nie von der Bank in dieser Weise beraten worden. Es interessiert ihn, von wem die Bank veranlaßt war, den Aktionären diese Verkaufsempfehlung zu geben.

Schreiben des Kunden haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 23

Am 10. Februar 1956 willigte ein Kunde auf beharrliches Drängen eines Effektenberaters der Filiale H-Stadt eines Nachfolgeinstituts einer Großbank in einen Tausch seiner Daimler-Benz-Aktien in junge Aktien dieser Bank ein.

Schreiben des Kunden haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 24

Die Filiale U-Stadt eines Nachfolgeinstituts einer Großbank sandte einem Kunden am 24. Oktober 1956 ein Schreiben, in dem sie ihm empfahl, seine bei der Bank verwahrten Daimler-Benz-Aktien zu verkaufen. Als Gegenanlagen wurden Gruppe-

Deutsche-Bank-Aktien oder Siemens & Halske-Aktien vorgeschlagen. Der Rat wurde damit begründet, daß ein Kurs von 310 % der Daimler-Aktien in Börsenkreisen als überhöht betrachtet werde und nur infolge von Aufkäufen einer Interessengemeinschaft erreicht worden sei. Da der Kurs in letzter Zeit eher eine nachgebende Tendenz gezeigt habe, glaube man annehmen zu dürfen, daß die Interessengemeinschaft ihr Ziel erreicht habe.

Der daraufhin erteilte Auftrag des Kunden zum Verkauf seiner Daimler-Aktien wurde am 27. Oktober 1956 ausgeführt.

In der über zwanzig Jahre bestehenden Geschäftsverbindung des Kunden mit der Bank war die Empfehlung zum Tausch der Daimler-Aktien in andere Werte die einzige. Da diese Empfehlung ihm auch noch unaufgefordert zugegangen war, befremdete ihn das Verhalten der Bank so, als er Informationen über die Aufkäufe von Daimler-Aktien bekam, daß er bei der Bank vorstellig wurde. Die Korrespondenz mit der Bank verlief unbefriedigend.

Schreiben des Kunden haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 25

Am Vormittag des 20. September 1957 rief ein Kunde eine Großbank in W-Stadt an und beauftragte den zuständigen Sachbearbeiter, alle in seinem Depot befindlichen Aktien, von denen er weniger als DM 1.000 Nennbetrag halte, zu verkaufen. Der Sachbearbeiter nahm den Auftrag entgegen und sagte dann, daß er aus dem Effektenkonto sehe, daß der Kunde mehrere Daimler-Benz-Aktien deponiert habe, ob er diese nicht auch verkaufen wolle. Sie brächten doch eine geringere Verzinsung als das Festgeldkonto des Kunden.

Der Kunde willigte in den Verkauf seiner Daimler-Benz-Aktien ein, die noch am selben Tag zum Kurs von 392 % abgesetzt wurden. Der Kunde erklärte, daß er diese Aktien ohne den Hinweis des Bankangestellten nicht verkauft hätte. Die Aktien befanden sich seit über 15 Jahren in seinem Depot. Er machte sich später Gedanken darüber, warum wohl der Sachbearbeiter ihn auf die im Vergleich zur Festgeldanlage schlechte Rendite nur seiner Daimler-Aktien hingewiesen hat, obwohl dieser Hinweis genauso bei anderen seiner Depotwerte angebracht gewesen wäre.

Schreiben des Kunden haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 26

Im Jahre 1957 sandte die Filiale I-Stadt einer Großbank einer Depot-Kundin ein Schreiben, in dem es heißt:

" In Ihrem Depot bei uns ruhen DM ... Daimler-Benz-Aktien, die im Laufe der letzten Zeit erhebliche Kurssteigerungen erfahren haben und mit 343 % zurzeit bewertet werden. Die Kurssteigerungen wurden durch Käufe von interessierten Gruppen ausgelöst; ... die weitere Kursentwicklung läßt sich naturgemäß schwer voraussagen ... jedoch erscheint uns das Papier als überbewertet ...

Der hohe Börsenkurs könnte daher leicht Anlaß sein, durch einen Tausch in andere Papiere den Nominalwert zu verdoppeln, um dadurch eine bessere Rendite seines Kapitals zu erreichen, ganz abgesehen von weiteren Kurszuwachschancen. Naheliegen könnte dabei ein Umtausch ..."

Die Kundin kam dem Rat der Bank nach. Sie betont, daß sie sonst nie von der Bank einen ähnlichen Rat erhalten hat.

Dem Verfasser haben Briefe der Kundin und eine Photokopie des Schreibens der Bank vorgelegen.

Lfd. Nr. 27

Von Angestellten der Filiale einer Großbank in E-Stadt wurde mindestens drei Depot-Kunden im Mai 1958 empfohlen, ihre Daimler-Aktien in Hoechster-Farben umzutauschen; die Daimler-Aktien seien überbewertet.

Die Kunden haben eine solche unaufgeforderte Beratung weder vorher noch nachher erlebt.

Diese Informationen wurden von einem Wirtschaftsprüfer im Auftrag seiner Mandanten festgehalten. Ein Schreiben dieses Wirtschaftsprüfers hat dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 28

Die Kreissparkasse M-Stadt versandte am 12. Juni 1958 ein Schreiben folgenden Inhalts:

"Betreff: Daimler Benz (Stuttgart) Aktien. Unsere Girozentrale schreibt uns unter dem 10. Juni 1958: 'Der Kurs für die Daimler Benz Stuttgart Aktien hat an der gestrigen Börse die außergewöhnliche Höhe von 575 % erreicht. Bei aller Phantasie und unter Berücksichtigung der keineswegs wahrscheinlichen späteren Ausschüttung von Gratisaktien muß dieser Kurs als sehr erhöht angesehen werden. Auch ist nicht an eine Kapitalerhöhung durch Ausgabe junger Aktien an die Aktionäre gedacht, da dieses Unternehmen keinen Geldbedarf hat.

Wir hören von verschiedenen namhaften Börsen, daß der Großindustrielle Flick besonderes Interesse an den Daimler-Aktien

genommen hat und seit Monaten Aktien an den deutschen Börsen aufkaufen ließ. Außerdem soll nach unbestätigten Gerüchten ein weiterer Interessent aus der Kraftfahrzeugbranche laufend Aktien aus dem Markt genommen haben.

Wir möchten nicht verkennen, daß Daimler ein außerordentlich hochqualifiziertes Unternehmen ist und in der Fahrzeugbranche eine Sonderstellung einnimmt. Trotzdem müßte sich der Kleinaktionär darüber Gedanken machen, ob er sich unter diesen Perspektiven nicht doch von seinem Daimler-Aktienbesitz trennen will, solange dieser Inhaberpreis geboten wird. Ein Kurssturz bei Aufhören der Interessenkäufe, und das kann sehr plötzlich kommen, ist durchaus wahrscheinlich.'

Wir leiten diese Gedanken an Sie weiter, bemerken aber ausdrücklich, daß wir keine Verbindlichkeit für uns und unsere Girozentrale ableiten.

Der Kurs der Daimler-Aktien hat an der Börse vom 11. Juni bereits 605 % erreicht. Hochachtungsvoll!"

Ein Sparkassenkunde, der dieses Schreiben ganz außergewöhnlich fand, da eine schriftliche und nicht angeforderte Beratung dieser Art durch die Girozentrale oder durch eine Sparkasse ihm weder vorher noch nachher bekannt geworden ist, ging der Sache nach. Er stellte fest, daß seinerzeit eine Bank an den Leiter der Effektenabteilung der Zweigstelle der zuständigen Girozentrale herangetreten ist und diesen darauf hingewiesen hat, daß Kunden wissen wollten, wie Daimler-Aktien zu bewerten seien. In der Zweigstelle der Girozentrale wurde daraufhin eine Unterlage erstellt und an die Sparkassen weitergeleitet. Immerhin zwei Sparkassen gaben die vermutlich gezielten Informationen an diejenigen ihrer Depot-Kunden weiter, die Daimler-Aktien hielten.

Das Gebiet um M-Stadt gilt als abgelegen.

Schreiben dieses Kunden und der Sparkasse haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 29

1958 erhielt eine Kundin einer Regionalbank von dieser ein Schreiben, in dem ihr empfohlen wurde, ihre Daimler-Aktien zu verkaufen und dafür Farbenwerte und Stahlaktien ins Depot zu nehmen. Infolge dieses Schreibens wurden die Daimler-Aktien der Kundin am 16. Juni 1958 verkauft.

Die Kundin betont, daß die Bank sonst niemals in dieser Weise an sie herangetreten sei.

Ein Schreiben der Kundin hat dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 30

Eine Großbank in C-Stadt schrieb am 14. Juni 1958 einen Kunden an, der bei ihr Daimler-Benz-Aktien im Verwahrung hatte und riet diesem, diese Aktien zu verkaufen. Der Kunde kam dem Rat teilweise nach.

Es war das erste und einzige Mal, daß die Bank dem Kunden in dieser Form Ratschläge erteilt hat.

Name und Anschrift des Kunden sind einem Informanten des Verfassers bekannt.

Lfd. Nr. 31

Zwei Transaktionen, die einem Kunden einer Regionalbank von deren Niederlassung in O-Stadt brieflich anempfohlen wurden,

erwiesen sich als äußerst unvorteilhaft.

Anfang 1958 wurde ihm geschrieben, man hielte es für zweckmäßig, wenn er zu dem gegenwärtig sehr hohen Kurs seine Daimler-Aktien verkaufen würde. Der Kunde verkaufte.

Am 19. April 1958 sandte die Niederlassung dem Kunden ein Schreiben, in dem es heißt: "In Ihrem Depot verwahren wir für Sie u.a. DM ... Löwenbräu München AG-Aktien. Wir gestatten uns, darauf hinzuweisen, daß diese Aktien ... eine bedeutende Kurssteigerung seit Jahresbeginn zu verzeichnen haben ... Sollte daher diese Kursentwicklung den Entschluß bei Ihnen aufkommen lassen, den hohen Kurs zum Abstoßen dieser Aktien zu verwenden, stehen wir Ihnen mit Gegenvorschlägen gern zur Verfügung."

Daß Löwenbräu Großaktionäre hat, zu denen auch die Regionalbank gehört, wurde erst etwa 1963 allgemein bekannt.

Der Kunde schrieb: " Man muß nur den Kopf schütteln und immer das Gegenteil tun, was einem von diesen Herren empfohlen wird ..."

Schreiben des Kunden und Kopien von Originalakten haben dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 32

Im Jahre 1965 wurde ein Kunde von seiner Bank, Filiale einer Großbank, angerufen und darauf hingewiesen, daß einer der Zentrale der Bank vorliegenden vertraulichen Information zufolge ein Paket K-Aktien über die Börse abgestoßen werde. Man empfehle ihm deshalb, sich von seinen Beständen in K-Aktien zu trennen, bevor der Kurs durch den Paketverkauf erheblich gedrückt werde.

Es wird vermutet, daß die Bank genau in dieser Zeit ihr K-Paket zur Schachtel aufstockte. Wenigstens wurde die Beteiligung der Bank 1966 allgemein bekannt. Der Kurs des Papiers stieg im Jahre 1965 entgegen dem allgemeinen Trend erheblich.

Der betroffene Kunde ist einem Informanten des Verfassers bekannt.

Lfd. Nr. 33

Die Filiale einer Großbank in L-Stadt schrieb am 28. Mai 1957 an einen Depot-Kunden:

"Unter Bezugnahme auf die in Ihrem Depot verbuchten Dynamit-Nobel-Aktien möchten wir Sie darauf aufmerksam machen, daß diese 1957 einen neuen Höchstkurs von ca. 374 % erreicht haben ...

Zuletzt wurden 10 % Dividende bezahlt, der Dividendenvorschlag für 1956 ist noch nicht bekannt. Falls Sie evtl. einen Umtausch in andere Aktien in Erwägung ziehen, stehen wir Ihnen mit diesbezüglichen Vorschlägen bereitswilligst zur Verfügung ..."

Zu dieser Zeit soll diese Großbank Dynamit-Nobel-Aktien für die Flick-Gruppe aufgekauft haben.

Der angeschriebene Depot-Kunde ist einem Informanten des Verfassers bekannt. Eine Kopie des Schreibens der Bank hat dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 34

Am 19. März 1957 sandte eine Regionalbank in P-Stadt einer älteren Dame ein Schreiben, in dem es heißt:

"In Ihrem Depot liegen unter anderem DM ... Brauerei-Kaufbeueren-Aktien. Die Gesellschaft hat ihre Hauptversammlung auf den 10. einberufen ... Nach unseren Informationen dürfte wieder mit einer kleinen Dividendenerhöhung zu rechnen sein ... dürfte auch für die Zukunft nicht mit wesentlichen Dividendenerhöhungen zu rechnen sein. Im Vergleich zur Dividende erscheint der derzeitige Aktienkurs verhältnismäßig hoch, zumal Aktien erstklassig beurteilter Unternehmungen, die wesentlich höhere Dividende ausschütten, auf niedrigerer Kursbasis zu haben sind.

Für einen Tausch können in Betracht gezogen werden ...

Falls Sie mit unserem Vorschlag einverstanden sind, bitten wir um Unterzeichnung und Rücksendung beiliegenden Auftragsformulars."

Seit etwa 1963 ist bekannt, daß die Regionalbank Großaktionär bei der Aktienbrauerei Kaufbeueren ist.

Eine Kopie des Schreibens der Bank an die Dame hat dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 35

Am 4. Dezember 1968 empfahl ein Informationsdienst (Auflage über 25.000) seinen Lesern deutsche Textilwerte, vor allem auch Augsburger Kammgarn. Man erwarte in der Tat ein zweites "Kottern". (Spinnerei-Kottern-Aktien waren in weniger als

einem Jahr um über 125 % gestiegen, was einer Tabelle wenige Zeilen über der Empfehlung zu entnehmen war.) Am 4. Dezember notierten Augsburger Kammgarn 136 bG. Diesen Kurs hatte der Titel im Laufe des Jahres 1968 erreicht. 1967 notierte er um 90.

Nach der Empfehlung lauteten die amtlichen Notizen von Augsburger Kammgarn:

5. Dez.	150 T
6. Dez.	- G,165 T
9. Dez.	200 T
10. Dez.	220 b
11. Dez.	198 bBrep
12. Dez.	179 B
13. Dez.	170 b

Danach hielt sich der Kurs des Titels wieder im Rahmen der allgemeinen Tendenz. Daß ein Umsatz erst am 10. Dezember möglich war, ist darauf zurückzuführen, daß praktisch nur Stücke über nominal 1.000 DM verfügbar und die 100 DM-Stücke nicht girosammelverwahrfähig sind.

In Augsburger Kammgarn wurden am 10. Dezember 791.000 DM nominal umgesetzt. Das ist der höchste Nachkriegsumsatz in einem einheitlich per Kasse gehandelten Wert. Vom gesamten Aktienkapital von 13,8736 Mio DM wechselten damit gut 5,7 % den Besitzer.

Diese überraschende Kurs- und Umsatzentwicklung kann kaum anders erklärt werden als durch den Tip des Informationsdienstes und die daraus resultierenden Dispositionen seines Leserkreises. Wenigstens sind andere Erklärungsmöglichkeiten nicht bekannt geworden; insbesondere soll weder ein Paket ausnahmsweise über den Kursmakler gehandelt worden noch eine unerwartete Änderung in der Geschäftslage der Gesellschaft

eingetreten sein, noch soll sich die Kulisse in diesem Titel engagiert haben. An einen außergewöhnlichen Zufall zu glauben, fällt schwer.

In der Ausgabe vom 18. Dezember nahm der Informationsdienst namentlich zu dieser Entwicklung von Augsburger-Kammgarn-Aktien Stellung. Die Presse habe die interessante Entwicklung unnötig hochgespielt und die Kurse seien tagelang über Gebühr hochgetaxt worden "(bis auf 200 %!)". Es wurde empfohlen, bei den engen Märkten der Textilweberei mit Limitierung zu arbeiten.

Indes verfängt diese Apologie nicht. Von Pressemeldungen vor dem 11. Dezember, die den Augsburger-Kammgarn-Fall hochgespielt haben könnten, ist nichts bekannt. Die nachhinein erteilten Lehren und der Hinweis auf die engen Märkte kommen zu spät. Wer nach einer Notiz - G und am selben Tage, an dem die Notiz 200 T lautete, einen Wert empfiehlt, dabei aber das Taxieren und vor allem die Notiz - G seinen Lesern verschweigt, sich nachher jedoch mit "unvernünftig hochgetaxten Kursen" verteidigt, erscheint absolut unglaubwürdig. Er verhält sich damit allerdings genau so, wie es von jemandem erwartet wird, der selbst oder für andere etwas zu verkaufen hat.

Wie Augsburger Kammgarn wurden Kottern-Textil-Aktien am 4. und 9. Dezember von dem Informationsdienst empfohlen. Das Resultat war ähnlich, wie die Kursentwicklung bei diesem Wert zeigt.

5. Dez.	231 G
6. Dez.	- G, 265 T
9. Dez.	300 T
10. Dez.	330 G
11. Dez.	329 b
12. Dez.	299 B

13. Dez.	270 B
16. Dez.	250 bG
17. Dez.	245 bG
27. Dez.	237 bG

Dabei ist besonders zu berücksichtigen, daß der letzte Umsatz in diesem Titel vor dem 11. Dezember am 25. November erfolgte, und zwar zu einem Kurs von 172. Ab diesem Tage führten Kaufgebote zu immer höheren Geldkursen.

Auch diese Tatsache verschwieg der Informationsdienst. Das Nominalkapital der Kottern Textil Aktiengesellschaft, St. Mang, Post Kempten (Allgäu), beträgt nur 4,4 Mio. DM. Ungefähr 75 % der Aktien hält ein Großaktionär.

(Quellen: Vertrauliche Mitteilungen aus Politik und Wirtschaft, Nr. 1506 vom 4. Dezember 1968, Ziffer 8, Nr. 1507 vom 9. Dezember 1968, Ziffer 12 und Nr. 1509 vom 18. Dezember 1968, Ziffer 8; o.V., Heißer Tip für eine "müde" Aktie, in: Handelsblatt, Nr. 240 vom 12. Dezember 1968.)

Lfd. Nr. 36

Einem Aktionärsverein, der zur Enthüllung der understatement-policy einer deutschen Aktiengesellschaft rüstete, deren Vorstand nach Meinung des Aktionärsvereins die hervorragende Auftragslage im laufenden Geschäftsjahr und die hohen Sonderabschreibungen im vergangenen Geschäftsjahr den Aktionären verschwieg, bot ein Börsenmitglied eine größere Spende für den Fall an, daß der Aktionärsverein auf die Aufklärungskampagne verzichtete. Nach Meinung des Aktionärsvereins ist das Börsenmitglied daran interessiert, eine bestimmte Relation zwischen den Kursen zweier börsennotierter Aktien herbeizuführen.

Der Informant ist dem Verfasser bekannt.

Lfd. Nr. 37

Ein Aktionärsverein, der in jüngerer Zeit durch seine Sprecher auf Hauptversammlungen die Lage verschiedener Gesellschaften düster darstellte, wird nicht zuletzt durch ein Börsenmitglied finanziert, zu dessen Spezialitäten Leerverkäufe gehören.

Der Informant ist dem Verfasser bekannt.

Lfd. Nr. 38

Am Samstag, den 3. August 1968, nach 22 Uhr rief ein Börsenmitglied einen Kunden an und erklärte, Rheinstahl-Aktien seien Tip der Woche in den Frankfurter Börsenbriefen; er habe am Montag wahrscheinlich 500.000 DM nominal zur Verfügung, nähme selbst 200.000 und biete den Rest zum Kurs von 125 % an. Nach Meinung des Kunden kam kein Vertrag zustande. Am Samstag, dem 4. August, ruhte die Angelegenheit. Ein weiteres Telefongespräch wurde am Montagmorgen geführt. Das Angebot des Kunden, 200.000 DM Rheinstahl zu netto 125 % zu übernehmen, akzeptierte das Börsenmitglied nicht.

Der Kunde erhielt am Abend des 5. August von dem Börsenmitglied ein Telegramm folgenden Inhalts: "Überließ Ihnen laut Ansage DM 200.000 Rheinstahlaktien 125 % brutto entsprechend gestern erteiltem Festauftrag. Erbitte Anschaffung von DM 251.525, Wert 7. August vorbörslich. Andernfalls erfolgt Zwangsglattstellung. Gelsenberg behalte ich als Deckung zurück."

Die im Telegramm genannten Gelsenberg Aktien (30.000 DM nominal) hatte der Kunde am 30. Juli von dem Börsenmitglied gekauft. Obwohl schon bezahlt, waren die Stücke nicht geliefert worden.

Durch Vermittlung eines anderen Börsenmitgliedes wurde die Angelegenheit bereinigt.

Der Kunde ist dem Verfasser bekannt. Einige Originalakten haben vorgelegen.

Lfd. Nr. 39

Die Unterschiede zwischen den amtlich notierten und den "echten" Kursen seien an den Rentenbörsen sehr viel größer als an den Aktienbörsen. Sie seien umso größer, je geringer das Emissionsvolumen ist. Der Spielraum für solche Unterschiede werde in den Kursbewegungen zum Jahresultimo besonders deutlich.

(Quelle: Ln., Heißes Klima, in: Der Volkswirt, Nr. 3 vom 19. Januar 1968, S. 29.)

Lfd. Nr. 40

Im Jahre 1967 lieh ein Börsenmitglied von einem ihm nahestehenden Aktionär nominal DM 50.000 einer fortlaufend notierten Aktie. Das Börsenmitglied ließ durchblicken, daß es an einer bestimmten Relation der Kurse des geliehenen Papiers und einer anderen fortlaufend notierten Aktie intessiert sei.

Der Informant ist dem Verfasser bekannt. Die Vorlage der Originalakten ist zugesagt worden.

Lfd. Nr. 41

Kommen Umsätze in bestimmten Aktien vor, die ganz überwie-

gend in den Händen eines Großaktionärs sind, so pflegen die den Kurs fixierenden Banken oder Makler den Großaktionär oder eine von diesem bestimmte Stelle anzurufen, um sich zu vergewissern, ob der von ihnen vorgesehene Kurs diesem bzw. dieser Stelle genehm ist.

Der Informant ist dem Verfasser bekannt.

Lfd. Nr. 42

Am 18. Juli 1968 orderte ein Kunde bei seiner Bank, deren Geschäftsbedingungen bereits "freiwilligen Börsenzwang" vorsahen, einen kleinen Posten Norddeutscher-Lloyd-Aktien. Als Börsenplatz bestimmte er Frankfurt. Der Auftrag war mit 175 limitiert.

Die Frankfurter Notiz lautete dennoch am 18. wie am 19. Juli nur 174 G. Am darauffolgenden Börsentag, dem 22. Juli, wurde der Kunde bedient.

Die Originalabrechnung hat dem Verfasser vorgelegen.

Lfd. Nr. 43

Am 9. August 1965 wurden an den deutschen Börsen Veba-Aktien erstmalig offiziell gehandelt. Wegen des allgemeinen Interesses am ersten Börsenkurs der Veba-Aktie berichteten manche Zeitungen über die Kursfeststellung ausführlicher.

So heißt es in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: "Die Notiz wurde von der Konsortialführerin, der Dresdner Bank AG, in Übereinstimmung mit den interessierten Bonner Stellen aufgrund der Marktlage festgestellt " (FAZ, Nr. 183 vom 10. August 1965, S. 13).

Auf Anfrage erklärte ein Redakteur der Frankfurter Allgemeinen Zeitung am 10. August 1965, der für Veba zuständige Kursmakler habe sich zur Kursfeststellung in die Geschäftsräume der Dresdner Bank an der Börse begeben.

Lfd. Nr. 44

CSF-Aktien notierten am 10. Mai 1968 an der Frankfurter Börse 79,95bz. Ein Kunde, der seine Bank angewiesen hatte, einen Posten CSF-Aktien aus seinem Depot zu 80 limitiert zu verkaufen, war sehr darüber verärgert, nicht bedient worden zu sein und bat seine Bank um Auskunft über die Skontrosituation, die zu diesem Kurs geführt hatte.

Die Bank betonte zwar, daß sie grundsätzlich für solche Auskünfte unzuständig sei. Dennoch schilderte sie die Marktlage am 10. Mai. Billigst seien 105 Stück, zu 79,75 limitiert einige hundert Stück und zu 79,95 nochmals 105 Stück gesucht gewesen. Zu 80 seien Verkaufsaufträge über 835 Stück vorgelegen, bei 79,75 dagegen nur 105 Stück. Dementsprechend hätte der zuständige Kursmakler den Kurs sowohl auf 79,75, auf 79,95 wie auf 80 stellen können. Bei 80 wäre indes sehr viel Angebot, bei 79,75 und mit Einschränkung auch bei 79,95 Nachfrage unabgedeckt geblieben. Es scheint daher sehr sinnvoll, daß sich zwei Bankvertreter, wie die Bank dem Kunden mitteilte, bereitfanden, zu 79,95 125 Stück zur Verfügung zu stellen, und es so ermöglichten, daß zum Kurs von 79,95 der Markt geräumt war (Umsatz 230 Stück).

Da jedoch 79,95 eine Kursabstufung darstellt, die außerordentlich ungewöhnlich und bekannten, wenn auch nicht kodifizierten Usancen widerspricht, vermutet der Kunde, daß zu 79,95 ein Kaufauftrag nicht vorgelegen haben kann. Dieser

dürfte zu 80 limitiert gewesen sein. Der Kursmakler habe vermutlich, da eine Notiz 80 bzB problematisch gewesen wäre und die Bankvertreter so hoch wie irgend möglich verkaufen wollten, statt 79,75 bzG dem außergewöhnlichen Kurs zugestimmt. Den Bankvertretern war es dadurch möglich, sich zu diesem seither nicht wieder erreichten Kurs von ihren Beständen zu trennen. Für sie war dieser Kurs in dieser Situation nahezu optimal: Sie ließen sich von den Kunden fast 80 DM pro Stück zahlen, ohne aber mit den Zuteilungsansprüchen der auch zu achtzig anbietenden Kunden rechnen zu müssen. 79,95 sieht außerdem noch weniger ungewöhnlich aus als 79,99.

Der Kunde ist dem Verfasser bekannt und hat ihm Originalschreiben der Bank vorgelegt.

Lfd. Nr. 45

Im Jahre 1967 gab ein Kunde der Filiale einer Großbank in N-Stadt den Auftrag, an einem Börsenplatz nach ihrer Wahl für ihn bestens einen kleinen Posten Grün & Bilfinger-Aktien zu kaufen. Ein Abschluß kam erst drei Wochen später zustande, nachdem in dieser Zeit der Kurs des Papiers um über 10 % gestiegen war. Unmittelbar danach ging dieser Kurs erheblich zurück.

Auf Vorstellungen des Kunden hin erklärte die Bank, kleine Stücke habe sie leider nicht früher beschaffen können.

Der Informant ist dem Verfasser bekannt.

Lfd. Nr. 46

Ein Mitglied des Vorstandes einer Wertpapierbörse, das zur

Aufsicht über den Börsenhandel eingeteilt war, delegierte diese Funktion häufig einem im Range unter ihm stehenden Angestellten seines Hauses. Während dieser Angestellte Aufsicht führte, kam es mitunter vor, daß der Herr vom Börsenvorstand "krumme Dinger drehte".

Der Informant ist dem Verfasser bekannt.

Lfd. Nr. 47

Am 10. Juni 1964 erteilte der Kunde seiner Bank den Auftrag, Péchiney-Aktien an der Frankfurter Börse zu kaufen. Er wurde auf WR Lagerort Paris erkannt. Dem Kunden wurde dafür der Frankfurter Einheitskurs sowie Courtage, Provisionen usw. berechnet.

Am 31. Januar 1966 gab er den Auftrag, diese Anteile an der Frankfurter Börse zu verkaufen. Ihm wurde zu einem verglichen mit der Frankfurter Notiz erheblich niedrigeren Pariser Kurs abgerechnet. Außerdem wurde er mit fremden Spesen belastet, jedoch nicht mit Courtage.

Die Bank teilte auf Vorstellungen des Kunden am 4. März 1966 schriftlich mit, daß der Kunde irrtümlich auf WR statt auf Girosammeldepotkonto erkannt worden sei. Deshalb sei ein Verkauf an der Frankfurter Börse ausgeschlossen gewesen. Die Bank brachte dem Kunden die aufgrund der Verkaufsorder angefallenen Spesen wieder gut. Sie wies aber ausdrücklich darauf hin, daß sie dazu wegen Ziff. 32 AGB keineswegs verpflichtet sei.

Der Börsenvorstand der Frankfurter Wertpapierbörse teilte am 24. Februar 1966 auf Anfrage des Kunden mit, daß er bei Ausführung an der Frankfurter Börse hätte Depot-Gutschrift erhalten müssen.

UNTERSUCHUNG ZUR KURSSTABILITÄT

Vorbemerkung

Der Untersuchung wurden die Schlußkurse einiger Titel zugrundegelegt, die teils an der American Stock Exchange, teils an der Frankfurter Wertpapierbörse und teils an der NYSE notiert wurden. In Dollar per share notieren die NYSE-Werte Dow Chemical, US Steel und General Motors sowie die ASE-Werte Zapata und Zion Foods. In DM pro Aktie notieren die Aktien von Hoechster Farben, in Prozent ihres Nennwertes werden die Thyssen- und die VW-Aktien notiert. Als Untersuchungszeitraum wurde das Quartal vom 1. August bis 31. Oktober 1967 gewählt.

Zur Tabelle

Quellen: Die Kurse der deutschen Aktien wurden der FAZ, die der betrachteten amerikanischen Aktien der International Herald Tribune entnommen. - Abkürzungen: K Schlußkurs, A Abweichung eines Schlußkurses vom Schlußkurs des Börsentages davor, n Anzahl der Schlußkurse.

1) Dieser Ausdruck gibt die durchschnittliche prozentuale Abweichung bezogen auf den Durchschnittskurs an.

2) Die Spanne "Höchstkurs abzüglich Tiefstkurs im Untersuchungszeitraum" kann in diesem Ausdruck auch durch die absolut genommene Differenz "Schlußkurs zu Beginn minus Schlußkurs am Ende des Untersuchungszeitraums" ersetzt werden, um Trendeinflüsse wenigstens teilweise zu eliminieren. Eine andere Rangfolge als unter (12) ergäbe sich indes nicht; lediglich die Abstände der Werte unter (9) voneinander würden größer.

Tabelle

(0)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Aktie von	Höchster Schluß-kurs	Tiefster Schluß-kurs	Range	$\frac{(3)\cdot 100}{(2)}$	$\sum_{i=1}^{n} K_i$
Dow Chemical	85,000	75,500	9,500	12,6	5.176,875
US Steel	48,625	41,625	7,000	16,8	2.974,750
Hoechst	244,000	198,300	45,700	23,0	13.752,300
GM	89,250	80,875	8,375	10,4	5.457,125
Thyssen	173,000	144,000	29,000	20,1	9.714,500
VW	434,000	326,500	107,500	32,9	23.981,625
Zapata	80,750	67,500	13,250	19,6	4.785,250
Zion Foods	5,625	3,500	2,125	60,7	258,875

(0)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Aktie von	$\sum_{i=1}^{n-1} \lvert A_i \rvert$	n	$\frac{(6)\cdot 100}{(5)}$ [1]	$\frac{[(6)-(3)]\cdot 100}{(5)}$ [2]	Rangfolge nach (4)	Rangfolge nach (8)	Rangfolge nach (9)
Dow Chemical	35,000	64	0,676	0,493	2.	1.	3.
US Steel	21,500	64	0,723	0,487	3.	2.	2.
Hoechst	108,900	60	0,792	0,460	6.	3.	1.
GM	48,375	64	0,886	0,733	1.	4.	4.
Thyssen	115,500	60	1,189	0,890	5.	5.	6.
VW	285,750	60	1,192	0,743	7.	6.	5.
Zapata	85,875	65	1,795	1,519	4.	7.	7.
Zion Foods	10,250	56	3,959	3,139	8.	8.	8.

L I T E R A T U R V E R Z E I C H N I S

1. MONOGRAPHIEN

A r m s t r o n g , Floyd Elmer
The Book of the Stock Exchange, London 1957

A r n o l d , Hans
Risikentransformation, Dissertation Saarbrücken 1964

B a u m o l , William J.
The Stock Market and Economic Efficiency, New York 1965

B ö s c h , Hans Jürgen
Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959

B r u n s , Georg
Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt 1961

B r u n s , Georg
Entwicklungsprobleme des Effektenwesens, Frankfurt 1966

B ü c h n e r , Rudolf
Die treuhandrechtliche Organisation des Effektengiroverkehrs, Frankfurt 1956

B ü r g e r , Martin
Die Arten der Kursfeststellung an den Weltbörsen Berlin, Paris, London und New York, Heidelberger Dissertation 1913

C o h e n - R e p o r t
s. Report

C o o k e , Gilbert W.
The Stock Markets, New York 1964

C o o t n e r , Paul H. (Hrsg.)
The Random Character of Stock Market Prices, Cambridge (Mass.) 1964

C o p e r , Rudolf
Die Kursbildung an der Effektenbörse, Berliner Dissertation 1931

C o r m i e r , Frank
Wall Street's Shady Side, With an Introduction by Ferdinand Pecora, Washington 1962

C z e r n i n , Peter Graf
Die Börse, Jena 1937

D i c e , Charles Amos und Wilford John E i t e m a n
The Stock Market, 3rd ed., New York, Toronto, London 1952

E h r e n b e r g , Richard
Das Zeitalter der Fugger, 2. Bd., Die Weltbörsen und Finanzkrisen des 16. Jahrhunderts, Jena 1912

E i t e m a n , Wilford J., Charles A. D i c e und David K. E i t e m a n
The Stock Market, 4th ed., New York, Toronto, London 1966

E n g l e r , Georg Wilhelm
Vor Aktien wird gewarnt, Sind die Volksaktionäre die Radikalen von morgen?, München, Bern, Wien 1967

EWG-K o m m i s s i o n
Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts (Segré-Bericht), Brüssel 1966

F a u s t , Hans
Die Praxis der Börse, Dissertation Frankfurt 1923

G e r i c k e , Horst
Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961

G i e r s c h , Herbert
Allgemeine Wirtschaftspolitik, 1. Bd., Grundlagen, Wiesbaden 1961

G ö p p e r t , Heinrich
Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914

G ö p p e r t , Heinrich
Das Recht der Börsen, Berlin 1932

G r o c h l a , Erwin
Betriebsverband und Verbandbetrieb, Berlin 1959

H a g e n m ü l l e r , Karl Friedrich
Der Bankbetrieb, Bd. 2, Aktivgeschäfte und Dienstleistungsgeschäfte, Wiesbaden 1964

H a o u r , Pierre
La Bourse, Paris 1962

H e n z l e r , Reinhold
Genossenschaftswesen, 2. Aufl., Wiesbaden 1953

H e n z l e r , Reinhold
Betriebswirtschaftliche Probleme des Genossenschaftswesens, Wiesbaden 1962

K i n t n e r , Otto
Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960

H o c k , Otto
Das Maklerwesen an der Wertpapierbörse zu Frankfurt a.M., Dissertation Frankfurt 1927

H o f f m a n n , Horst
Dispositionsregeln zur Solvenzsicherung von Depositenbanken, Dissertation Saarbrücken 1967

H o l d e r b a u m , Paul
Papier- und drucktechnische Sicherungsverfahren bei der Herstellung von Wertpapieren, Heft 2 der Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1967

H u b e r , Ernst Rudolf
Wirtschaftsverwaltungsrecht, 2. neubearb. und erw. Aufl., 1. Bd., Tübingen 1953

J e n n i n g s , Richard W. und Harold M a r s h
Securities Regulations, Cases and Materials, Brocklyn 1963 (incl. 1966 Supplement)

K o s i o l , Erich
Grundlagen und Methoden der Organisationsforschung, Mit internationaler Bibliographie, Berlin 1959

K o s i o l , Erich
Organisation der Unternehmung, Wiesbaden 1962

K r ü m m e l , Hans-Jacob
Bankzinsen, Untersuchungen über die Preispolitik von Universalbanken, Köln 1964

L a n s b u r g h , Alfred
Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, Stuttgart 1917, in: Finanz- und volkswirtschaftliche Zeitfragen, hrsg. v. G. v. Schanz und J. Wolf, 38. Heft

L e f f l e r , George L.
The Stock Market, 3rd ed., rev. by Loring C. Farwell, New York 1963

L e w i n s o h n , Richard und Franz P i c k
Sinn und Unsinn der Börse, Berlin 1933

L i e f m a n n , Robert
Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, zweite, verm. Aufl., Jena 1913

L o s s , Louis
Securities Regulations, 2nd ed., Boston und Toronto

L u t f a l l a , Georges
Le marché financier, Evolution du Marché boursier de 1952 à 1960, Rapport du Conseil économique et social, Paris 1960

M a c h l u p , Fritz
Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931

M a n n e , Henry G.
Insider Trading and the Stock Market, New York und Toronto 1966

M a r c h , James G. und Herbert A. S i m o n
Organizations, 2nd print., New York und London 1959

M a r r é , Heribert
Funktionen und Leistungen des Handelsbetriebes, Köln und Opladen 1960

M e e k e r , J. Edward
The Work of the Stock Exchange, New York 1923

M o x t e r , Adolf
Der Einfluß von Publizitätsvorschriften auf das unternehmerische Verhalten, Köln und Opladen 1962

M u s h a k e , E. und L.M.A.
Börse und Banken in Frankfurt a.M., Mainz und Trautheim o.J.

N a u m a n n , Claus
Die Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz und andere Aktionärs-Zusammenschlüsse, Mannheimer Dissertation 1957

N o w a k , Richard
Der Finanzmarkt New York, Köln und Opladen 1967

O b s t , Georg
Das Bankgeschäft, 1. Aufl., 1. Bd., Leipzig 1914

O p i t z , Georg
Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen, Berlin 1954

P i t h e , Erich
Bankbetriebslehre, Ludwigshafen 1968

P o o k , Fritz (verantw.)
Bericht der Studienkommission für Fragen des Börsenterminhandels, Frankfurt 1966

P r i o n , Willi
Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Berlin und Leipzig 1930

P r i o n , Willi
Börsen - wozu?, Berlin 1939

P u h l , Johannes
Kapitalanlage in den USA-Wertpapieren, München 1956

Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission (Cohen-Report), House Document No. 95, 88th Congress, 1st Session, Washington 1963

Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749, London 1962

R e u ß , Wilhelm
Wirtschaftsverwaltungsrecht, Bd. I, Köln ... 1963

R i c h e b ä c h e r , Kurt
Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt 1963

R o b b i n s , Sidney
The Securities Markets, Operations and Issues, New York 1966

R o t t e n b u r g , Franz von
Inhaberaktien und Namensaktien im deutschen und amerikanischen Recht, Stuttgart 1967 (Abhandlungen aus dem gesamten Bürgerlichen Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, Hrsg.: K. Ballerstedt und E. Steindorff, 34. Heft)

S c h e i n , Edgar H.
Organizational Psychology, Englewood Cliffs 1965

S c h m i d t , Christa
Gegenwärtiger Stand von Organisation und Geschäftsdurchführung an den Effektenbörsen in Westdeutschland, Bonner Dissertation 1956

S c h m i d t , Fritz
Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Gloeckners Handels-Bücherei, Bd. 70, Leipzig 1921

S h u l t z , Birl E.
The Securities Market And How It Works, New York und London o.J. (1946)

S i m m e l , Georg
Soziologie, Untersuchungen über die Formen der Vergesellschaftung, 2. Aufl., München und Leipzig 1922

S i m o n , Herbert A.
Das Verwaltungshandeln, Stuttgart 1955

S t e i n b e r g , Julius
Die Praxis des Bank- und Börsenwesens, 3. Aufl., Leipzig 1922

S t i l l i c h , Oskar
Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909

S t r u c k , Emil
Die Effektenbörse, Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände, Leipzig 1881

S t ü t z e l , Wolfgang
Bankpolitik heute und morgen, Frankfurt 1964

S w o b o d a , Otto
Die Arbitrage, 15. Aufl., neubearb. und verm. von Max Fürst, Berlin 1921

S w o b o d a , Otto
Die Arbitrage, 17. Aufl., vollständ. neubearb. und verm. von Eduard Wagon, Berlin und Leipzig 1928

T h o m p s o n , James D.
Organizations in Action, New York ... 1967

U p p e n b r i n k , Martin
Die deutschen Wertpapierbörsen als Körperschaften des öffentlichen Rechts, Dissertation Heidelberg 1963

W a l d t h a u s e n , Michael von
Handbuch des amerikanischen Stockbrokergeschäfts, Frankfurt 1963

W e a v e r , Mark
The Technique of Short Selling, Rev. Ed., Palisades Park 1963

W e b e r , Adolf
Geld, Banken, Börsen, 4. verb. und erw. Aufl., München 1951

W e b e r , Marianne
Max Weber, Ein Lebensbild, Heidelberg 1950

W e b e r , Max
Wirtschaft und Gesellschaft, 1. Halbband, 3. Aufl., Tübingen 1947

W e i s s , Ezra
Registration and Regulation of Brokers and Dealers, Washington 1965

W i e d e n f e l d , Kurt
Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz, Berlin und München 1898

W i l d h a g e n , Jürgen
Zinserwartungen und Anleihekonditionen, Dissertation Saarbrücken 1967

W o h l f a r t h , Kurt und Siegfried B l e y
Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts, Stuttgart 1966

2. ARTIKEL IN HANDBÜCHERN, FESTSCHRIFTEN UND ANDEREN SAMMELWERKEN

Börse, in: EL, S. 261 - 306

Börse, in: Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, Thun 1964, S. 151

F e i t h , Hans
Börsenreform und Kapitalmarkt, in: Aktuelle Börsenprobleme, in: Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Heft 3, Frankfurt 1968, S. 7 - 19

H e n z l e r , Reinhold
Konzentrationsprobleme in der Unternehmungssphäre, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, 20. Bd., Die Konzentration in der Wirtschaft, hrsg. v. H. Arndt, 2. Bd., S. 1545 - 1558

K a s t e n , Hans
Börsen, in: HdSW, 2. Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959, S. 359 - 377

M ü l h a u p t , Ludwig und Hans W i e l e n s
Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, in: Hans E. Büschgen (Hrsg.), Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Rittershausen, Stuttgart 1968, S. 214 - 245

P o o k , Fritz
Verbesserung von Handelsformen an den Effektenbörsen, in: Aktuelle Börsenprobleme, Schriftenreihe der Frankfurter Wertpapierbörse, Heft 3, Frankfurt 1968, S. 38 - 51

P r i o n , Willi
Börsenwesen, in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4., gänzl. umgearb. Aufl., 2. Bd., Jena 1924, S. 1035 - 1094

R ö p k e , Wilhelm
Der Platz der Börse in der modernen Wirtschaft, in: Die Bayerische Börse in neuen Räumen, Festvortrag und Ansprachen, München 1963

S c h w i l l i n g , Werner
Das Effektengeschäft im Universalbanksystem, in: H.E. Büschgen (Hrsg.), Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Rittershausen, Stuttgart 1968, S. 287 - 302

Securities Markets, in: Financial Handbook, hrsg. v. Jules I. Bogen und S. Shipman, 4. Aufl., New York 1964, Sec. 10

Selling Securities, in: Financial Handbook, hrsg. von Jules I. Bogen und Samuel S. Shipman, 4. Aufl., New York 1964, Sec. 9

S e l l s , Saul B.
Toward a Taxonomy of Organizations, in: W. W. Cooper, H. J. Leavitt, M. W. Shelly II (Hrsg.), New Perspectives in Organization Research, New York, London, Sydney 1964, S. 515 - 532

S e y f f e r t , Rudolf
Betrieb, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 3. Aufl., Bd. 1, Stuttgart 1956, Sp. 736 - 740

S t ü t z e l , Wolfgang
Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Die Konzentration in der Wirtschaft, hrsg. von H. Arndt, 2. Bd., Ursachen der Konzentration, Berlin 1960, S. 907 - 987

S t ü t z e l , Wolfgang
Liquidität, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, 6. Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959, S. 622 - 629

T h o m p s o n , James D.
Decision-Making, the Firm, and the Market, in: W. W. Cooper, H. J. Leavitt, M. W. Shelly II (Hrsg.), New Perspectives in Organization Research, New York, London, Sydney 1964, S. 334 - 348

V e i t , Otto
Liquidität, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2., unveränd. Aufl., Bd. 2, Frankfurt a.M. 1958, S. 1129 - 1132

W e b e r , Max
Die Börse, in: Friedrich Naumann (Hrsg.), Göttinger Arbeiterbibliothek; I. Zweck und äußere Organisation, 1. Bd., H. 2/3, S. 17 - 48, Göttingen 1894; II. Der Börsenverkehr, 2. Bd., H. 4/5, S. 49 - 80, Göttingen 1896; wiederabgedruckt in: Max Weber, Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik, Tübingen 1924, S. 256 - 322

W e r m e r t , Georg
Über den volkswirtschaftlichen und rechtlichen Begriff der Börse, in: Georg Wermert, Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte, Leipzig 1904, S. 94 - 180

W i e t h ö l t e r , Rudolf
Die Position des Wirtschaftsrechts im sozialen Rechtsstaat, in: Wirtschaftsordnung und Rechtsordnung, Festschrift zum 70. Geburtstag von Franz Böhm, Karlsruhe 1965, S. 41 - 62

Z a c h e r , Hans F.
Aufgaben einer Theorie der Wirtschaftsverfassung, in: Wirtschaftsordnung und Rechtsordnung, Festschrift zum 70. Geburtstag von Franz Böhm, Karlsruhe 1965, S. 63 - 109

3. ARTIKEL IN PERIODIKA

a) Artikel mit Verfasserangabe

A c k e r , Heinrich B.
Formen und Graduntersciede bei der Ausgliederung von Funktionen, in: ZfhF, N.F. 6. Jg.(1954), S. 36 - 40

B a c h i n g , Bernd (Bernd Baehring?)
Die Crux der deutschen Kulissenbörse, Wenn der Berufshandel die Tendenz bestimmt, in: Handelsblatt, Nr. 161 vom 24. August 1966

B a e h r i n g , Bernd
Unsere Kulissen-Börse, in: ZfgK, 19. Jg.(1966), S. 904 f.

B a u m a n n , Horst
Zur Börsenreform aus der Sicht des Volksbanken-Aktiensparers, in: Blätter für Genossenschaftswesen, 114. Jg. (1968), S. 292 - 294

B e y e r - F e h l i n g , Hermann
Unsere Börsen sind veraltet, in: FAZ, Nr. 288 vom 12. Dezember 1967

B e y e r - F e h l i n g , Hermann
Leserbrief, wiedergegeben im Rahmen des Artikels o.V., Nochmals: Stimmzettel und Verkaufsorder, in: ZfgK, 20. Jg.(1967), S. 705

B o t t l e r , Jörg
Der programmierte Börsenmakler, in: Der Volkswirt, 21. Jg.(1967), S. 419 f.

B r a w a n d , Leo
Krages und die stärkeren Bataillone, in: Der Spiegel, 16. Jg.(1962), Nr. 44 vom 31. Okt. 1962, S. 36 - 38

B r u n s , Georg
Hilft der Börsenzwang weiter?, in: Der Volkswirt, 14. Jg.(1960), S. 2628 - 2630

B ü s c h g e n , Hans E.
Die Börsenreformpläne des Bundeswirtschaftsministeriums und Stellungnahmen dazu aus der Wirtschaft, in: Blätter für Genossenschaftswesen, 114. Jg.(1968), S. 286 - 291

B ü s c h g e n , Hans E.
Reformpläne für die deutschen Effektenbörsen, in: Blätter für Genossenschaftswesen, 114. Jg.(1968), S. 421 - 424

C h r i s t i a n s , Wilhelm
Der Wettbewerb im Kreditgewerbe: Starker Bundesgenosse des Anlegers, in: Handelsblatt, Nr. 56 vom 19. März 1968

C l a u s s e n , Carsten Peter
Die amerikanische SEC - ein Kind ihrer Zeit, in: FAZ, Nr. 103 v. 3. Mai 1968

C l a u s s e n , Carsten Peter
Insider-trading - ein heißes Eisen, in: FAZ, Nr. 105 vom 6. Mai 1968

C r a m e r , Jörg Engelbrecht
Mit den "Großen" überleben, in: Der Volkswirt, 22. Jg. (1968), S. 38 f.

D e g n e r , Harald
Brauchen wir eine Zentralbörse?, in: Der Volkswirt, 21. Jg.(1967), S. 772 f.

D i l l , William R.
Environment as an Influence on Managerial Autonomy, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 2 (1967/58), S. 409 - 443

E i s f e l d , Curt
Zur Lehre von der Gestaltung der Unternehmung, Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, N.F., 3. Jg.(1951), S. 289 ff.

F a m a , Eugene F.
The Behavior of Stock-Market Prices, in: The Journal of Business, Vol. 38(1965), S. 34 - 105

F o r b e r g , Kurt
Wertpapier und Börse, in: Das Wertpapier, 1964, Beilage zu Nr. 11

F e i t h , Hans
Kapitalmarkt und Börsenreform, in: ZfgK, 21. Jg.(1968), S. 612 - 614

F l a c h m a n n , Klaus
Sparerschutz als ordnungspolitische Aufgabe, in: Sparkasse, 85. Jg.(1968), S. 283 - 288

F r i e n d , Irwin und Edward S. H e r m a n
The SEC Through a Glass Darkly, in: The Journal of Business, Vol. 37(1964), S. 382 - 405

G r o s s , Herbert
Das Franchise-System, in: Handelsblatt, Nr. 8 vom 11. Januar 1968

H a m m e r , Klaus
Die neuen Börsenzulassungs-Richtlinien, in: ZfgK, 19. Jg. (1966), Heft 23, S. 1114 f.

H a n k e l , Wilhelm
Kapitalmarkt und Preisstabilität, in: Der Volkswirt, 19. Jg.(1965), S. 2328 - 2331

H a r t m a n n , Bernhard
Die Verselbständigung verbundener Produktionen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 25. Jg.(1955), S. 207 - 219

H e n z e l , Herbert
Freiwilligkeit statt Zwang, Gedanken zur Fortentwicklung des Börsenwesens, in: Börsen-Zeitung, Nr. 202 vom 19. Okt. 1968

J a n b e r g , Hans
Freiheit für Bankzinsen?, in: ZfgK, 19. Jg. (1966), S. 23 - 27

J a n b e r g , Hans
Die Banken und der Wertpapiermarkt, in: Geld sucht Anlage, Juni 1967, S. 1 f., Sonderbeilage zu Industriekurier, Nr. 92 vom 22. Juni 1967

K r i e b i t z , Kurt
Neue Impulse durch Immobilienbörsen, in: Handelsblatt, Nr. 109 vom 9./10. Juni 1967

K u s h i m o t o , Tomosaburo
Die Organisation der japanischen Börse, in: ZfHH, 17. Jg. (1924), S. 188 f.

L e r s c h , Otto
Börsenreform kommt voran, in: Industriekurier, Nr. 97 vom 25. Juni 1968

L i p f e r t , Helmut
Psychologie des Devisenmarktes (1), in: ZfgK, 20. Jg. (1967), S. 316 - 319

M a t t h i e n s e n , Ernst
Die Kreditbanken und der Wertpapierhandel, in: ZfgK, 14. Jg.(1961), Die Zukunft des Wertpapiermarktes (Sonderdruck), S. 2 - 4

M a y n t z , Renate
Zum gegenwärtigen Stand der Organisationssoziologie, Bern 1964 (Betriebswirtschaftliche Mitteilungen, Heft 29)

M i t t e r m ü l l e r , Horst
Der Aktienhandel an der New York Stock Exchange, in: ZfB, 34. Jg.(1964), S. 531 - 543

M u n d r y , Wilhelm
Börsenaufsicht ist wichtig, in: FAZ, Nr. 15 vom 18. Januar 1968

O s e l , Werner
Die Genossenschaft der Umsatz-Millionäre, in: Handelsblatt, Nr. 87 vom 6. Mai 1968

R a d z i o , Heiner
Kohleaktien hätte man kaufen sollen, in: Handelsblatt, Nr. 45 vom 4. März 1968

R e i m a n n , Winfried
Dogmenstreit über Börsenreform, in: Handelsblatt, Nr. 16 vom 23. Januar 1968

R ö ß l e , Karl
Die Übertragung betriebswirtschaftlicher Funktionen auf Gemeinschaften, in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, 22. Jg.(1929), S. 77-82

S a i l e r , Erwin
Was steckt hinter den Immobilienbörsen?, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 127 vom 5. Juni 1967

S c h m a l e n b a c h , Eugen
Stadt-Obligationen, in: ZfhF, 3. Jg.(1908/09), S. 541 - 548

S c h m i d t , Ralf-Bodo
Die Instrumentalfunktion der Unternehmung, Methodische Perspektiven zur betriebswirtschaftlichen Forschung, in: ZfbF, 19. Jg.(1967), S. 233 - 245

S c h m i t z , Horst
Börsenreform aus einem Guß, in: Handelsblatt, Nr. 129 vom 11. Juli 1966

S c h n e i d e r , Karl
Der deutsche Wirtschaftsprüfer steckt in einem engen Korsett, in: FAZ, Nr. 127 vom 1. Juni 1968

S c h n e i d e r - D ü s s e l d o r f , Gottfried
Die doppelte Marktfunktion der Immobilienbörsen, in: Handelsblatt, Nr. 172 vom 6./7. September 1968

S c h r e m p f , Kurt
Freiwillig geht es am besten, in: FAZ, Nr. 206 vom 5. September 1968

S c h u b , Gerhard
Die hilflosen Aktionärs-Schützer, in: Capital, 5. Jg. (1966), S. 62 - 68

S c h u l z , Hans-Dieter
Nur wenig Grundkapital fluktuiert, in: Der Volkswirt, 20. Jg.(1966), Heft 31, S. 1532 - 1533

S o m m e r f e l d , Heinrich
Graphische Ermittelung des Einheitskurses, in: Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, 19. Jg.(1926), S. 273 - 279

S t i g l e r , George J.
Public Regulation of the Securities Markets, in: The Journal of Business, Vol. 37(1964), S. 117 - 142

S t i g l e r , George J.
Comment, in: The Journal of Business, Vol. 37 (1964), S. 414 - 422

S t ü t z e l , Wolfgang
Entscheidungstheoretische Elementarkategorien als Grundlage einer Begegnung von Wirtschaftswissenschaft und Rechtswissenschaft. in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., Bd. 33, Berlin 1964, S. 27 - 50; wiederabgedruckt in: ZfB, 36. Jg. (1966), S. 769 - 789

T h o m p s o n, James D. und William J. Mc E w e n
Organizational Goals and Environment: Goal-Setting as an Interaction Process, in: American Sociological Review, Vol. 23(1958), S. 23 - 31

W a l l i c h , Henry C.
Fachmännische Anlageberatung. in: ZfgK, 20. Jg.(1967), S. 708 - 712

W e b e r , Hans-Herbert
Streitpunkt Börse, in: Bank-Betrieb, 8. Jg. (1968), S. 90 - 93

W e b e r , Max
Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, 43. Bd.(1895), S. 83 - 219, 457 - 514; 44. Bd. (1896), S. 29 - 74; 45. Bd. (1897), S. 69 - 156

W e r m e t , Georg
Über die Kursnotierung an der Börse, ihre Schäden und die Mittel zur Schaffung der Kurszettelwahrheit, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 3. Folge, 33. Bd (1907), S. 601 - 662

W i e d e m a n n , Herbert
Warum kein Aktienamt in Deutschland?, in: FAZ, Nr. 73 vom 26. März 1968 und Nr. 75 vom 28. März 1968

W y s o c k i , Klaus von
Rationalisierung durch Ausgliederung von Betriebsaufgaben, in: ZfB, 31. Jg. (1961), S. 30 - 43

b) Artikel ohne Verfasserangabe

Änderungen am französischen Aktienmarkt, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 111 vom 16. Mai 1967

Banken: Börsenreform auf freiwilliger Grundlage, in: Handelsblatt Nr. 67 vom 3. April 1968

Banken gegen gesetzliche Börsenreform, in: Börsen-Zeitung, Nr. 59 vom 23. März 1968

Bankenquete, in: Die Bank, 2. Semester 1909, S. 1200 f.

Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse u.a., in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, 43. Bd. (1895), S. 547 ff.

Börsen-Ausschuß hat es in der Hand, Gesetz-Reform vorwegzunehmen, in: Industriekurier, Nr. 111 vom 18. August 1968

Börsenpanik untersucht, in: FAZ, Nr. 22 vom 27. Januar 1964

Börsenreform: Professor Stützel will wissen, wo die Aktionäre der Schuh druckt, in: Industriekurier, Nr. 60 vom 18. April 1968

Börsen-Kummer, in: Capital, 5. Jg.(1966), S. 44 - 47

Die Börsen sollen selbständiger werden, in: FAZ, Nr. 297 vom 21. Dezember 1968

Die Börse spricht davon, in: Börsen-Zeitung, Nr. 195 vom 9. Oktober 1965

Die Börsenwoche, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 100 vom 30. April 1966

BWM will Broker-Element stärken, in: Handelsblatt, Nr. 247 vom 23. Dezember 1968

Effekten-Courtage wird nicht erhöht, Antrag der Frankfurter Makler fand keine Gegenliebe, in: FAZ, Nr. 153 vom 6. Juli 1966

Die Entwicklung der Wertpapierdepots im Jahre 1967, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 20. Jg. (1968), Nr. 7, S. 9 - 21

Ein Fall Berger, in: FAZ, Nr. 14 vom 17. Januar 1969

Festere Kurse dank "Broker-Börse", in: ZfgK, 19. Jg. (1966), S. 1140 f.

Fester Rahmen für Börsenkredite, Mehr Meinung für verlängerte Abrechnungs-Perioden, in: FAZ, Nr. 290 vom 13. Dezember 1968

Frankfurter Börse verschärft die Erfüllungsbestimmungen, in: Handelsblatt, Nr. 149 vom 8. August 1966

Frankfurter Umsatz-Kiste, in: FAZ, Nr. 130 vom 6. Juni 1968

"Freiwilliger Börsenzwang", in: Handelsblatt, Nr. 84 vom 30. April 1968

Furioser Start, in: Handelsblatt, Nr. 3 vom 6. Januar 1969

Geschenk vom Himmel, in: Der Spiegel, 22. Jg. (1968), Heft 34, S. 31 f.

Geteilte Meinung zur Börsenreform, in: Handelsblatt, Nr. 51 vom 12. März 1968

Größte US-Maklerfirma wegen Betrugs bestraft, in: Die Welt, Nr. v. 28. November 1968

Heißer Tip für eine "müde" Aktie, in: Handelsblatt, Nr. 240 vom 12. Dez. 1968

Heißes Klima, in: Der Volkswirt, Nr. 3 vom 19. Januar 1968, S. 29

Ist die Klage gegen Merrill Lynch nur ein Anfang?, in: Handelsblatt, Nr. 184 vom 24. Sept. 1968

Italien vor einer Börsenreform, in: Bankbetrieb, 8. Jg. (1968), S. 112

Kommt jetzt das "Franchising"?, in: Blick durch die Wirtschaft vom 24. Februar 1968

Kundenaufträge grundsätzlich nur über die Börse, in: Handelsblatt vom 30. Mai 1968

Künftig alle Aufträge über die Börse, in: FAZ, Nr. 101 vom 30. April 1968

Merrill Lynch antwortet der SEC, in: FAZ, Nr. 224 vom 26. Sept. 1968

Münchener Rück ließ Aktienkurs stützen, in: Handelsblatt Nr. 239 vom 13. Dezember 1965

Nach dem Ultimo-abwärts, Die überraschenden Kurskapriolen der Aachener Rückversicherung, in: Handelsblatt, Nr. 4 vom 7. Januar 1969

Ein neues Statut für die Pariser Börse, in: Börsen-Zeitung, Nr. 174 vom 9. Sept. 1967

Ein Oberförster schießt auf die Deutsche Bank, in: Capital, 7. Jg. (1968), Nr. 3, S. 54 f.

Pläne zur Verbesserung des Börsenwesens, in: Deutsche Sparkassenzeitung, Nr. 56 vom 22. Juli 1966

Problematische französische Börsenreform, in: Börsen-Zeitung, Nr. 73 vom 16. April 1966

"Publizitäts-Eintopf" an den Börsen?, in: FAZ, Nr. 244 vom 19. Oktober 1968

"Referentenentwurf ist indiskutabel", in: Handelsblatt, Nr. 16 vom 23. Januar 1968

Tips am Telephon, in: Der Spiegel, 22. Jg.(1968), Nr. 38 vom 16. Sept. 1968, S. 54 - 57

Too Much of a Good Thing, in: The Economist, 1967, S. 701 f.

Verbotene Spiele, in: Der Spiegel, 22. Jg.(1968), Nr. 37, S. 126 f.

Vergebliche Mühe, in: Handelsblatt, Nr. 157 vom 16./17. August 1968

Die Verschwörung und das Bankgeheimnis, Schneider & Münzing wehrt sich gegen Beschuldigungen, in: Handelsblatt, Nr. 193 vom 7. Okt. 1964

Die vertraulichen Geschäfte eines MdB, in: Capital, 7. Jg. (1968), Heft 11, S. 118 - 124

Weniger Umsatzpublizität der Börsen?, Kritik der Makler an der bisherigen Handhabung, in: FAZ, Nr. 5 vom 7. Januar 1969

Zu einfach gemacht, in: Handelsblatt, Nr. 156 vom 17. August 1966

Zum Thema Börsenreform, in: ZfgK, 21. Jg.(1968), S. 569

4. TEXTSAMMLUNGEN UND KOMMENTARE

B e r n s t e i n , Otto
Das Börsengesetz, Leipzig 1910

Commerce Clearing House (Hrsg.)
New York Stock Exchange Guide, Official Organ of the New York Stock Exchange, Chicago, New York, Washington o.J. (Loseblattsammlung, Stand: 21. Okt. 1968)

Effektenbörsenverein Zürich (Hrsg.)
Handbuch der Zürcher Effektenbörse, Zürich 1952

Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.)
Handbuch 1968, Frankfurt 1968

M e y e r , Oscar und Heinz B r e m e r
Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen, Berlin 1957

O p i t z , Georg
Depotgesetz, Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937 nebst einem ausführlichen Anhang, 2. stark verm. Aufl., Berlin 1955

S c h n e i d e r - D a h l h e i m
Usancen der deutschen Wertpapierbörsen, Teil I und II, hrsg. in Zusammenarbeit mit den Wertpapierbörsen in Berlin, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt(Main), Hamburg, Hannover, München, Stuttgart und der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, den Kassenvereinen ... und der Ständigen Kommission für Angelegenheiten des Handels von nicht notierten Werten ..., Berlin, Haarlem, Wien o.J. (Loseblattsammlung; Stand: Dezember 1968)

5. SONSTIGES

Ad-hoc-Ausschuß für die Börsenreform des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes, Stellungnahme zu den Plänen des Bundeswirtschaftsministeriums zur Verbesserung des deutschen Börsenwesens, Köln 1967

Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Stellungnahme der Arbeitsgemeinschaft zu den Plänen des Bundeswirtschaftsministeriums für eine Konzentration der Kundenaufträge bei den amtlichen Maklern, München, den 1. Dezember 1967 (Hektographie)

Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens, Düsseldorf, den 17. Januar 1968 (Hektographie)

Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Umsatzpublizität, o.O. September 1968 (Hektographie)

Bank Koschland und Hepner AG, Wegeleitung für Termin- und Prämiengeschäfte an der Börse, (Zürich) o.J.

Bayerische Hypotheken- und Wechselbank (Hrsg.), Wegweiser durch deutsche Aktiengesellschaften 1968 (sowie ältere Jahrgänge)

Berliner Börse, Abt. Wertpapierbörse (Hrsg.), Die Berliner Börse 1967, Berlin 1968

Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, Bescheid vom 2. Juli 1963, Geschäftsnummer I 3 - 32

Der Bundesminister für Wirtschaft, Leitgedanken zum Referentenentwurf, AZ. VI A 4 - 660300, Bonn, den 8. März 1968

Der Bundesminister für Wirtschaft, Pläne zur Verbesserung des Börsenwesens, o.O., o.J. (Bonn Juni 1966, Hektographie)

Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.), Feststellung und Bekanntgabe von Kursen an der Frankfurter Wertpapierbörse, o.O., o.J.

Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.), Frankfurter Wertpapierbörse, Geschichte, Organisation, Arbeitsweise, Frankfurt 1964

Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Hrsg.), Jahresbericht 1966, Hamburg 1967

Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Hrsg.), Jahresbericht 1967, Hamburg 1968

Hessischer Verwaltungsgerichtshof, unveröffentlichte Entscheidung vom 26. Oktober 1966, AZ. OS II - 62/63 (Hektographie)

M e t z l e r , Albert von
Ausführungen auf einer Zusammenkunft mit der Presse anläßlich seines Ausscheidens als Vorsitzender des Vorstandes der Frankfurter Wertpapierbörse am 8. Januar 1968 (Hektographie)

P r i e s s , Friedrich
Rede anläßlich der Inbetriebnahme der elektronischen Kursübertragungsanlage am 28. Mai 1968, Hamburg 1968, (Hektographie)

Report of the Royal Commission on Banking and Finance, 1964, Reprint, Ottawa 1966

Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf (Hrsg.), Bericht 1967, Düsseldorf (1968)

SEC-Betrugsverfahren gegen Merrill-Lynch, in: Industriekurier, Nr. vom 29. August 1968

S t ü t z e l , Wolfgang
Förderung des Effektensparens, unveröffentliche Hektographie eines Vortrags, gehalten auf der Gemeinsamen Sitzung von Vorstand und Zulassungsstelle der Frankfurter Wertpapierbörse in Frankfurt am 28. Jan. 1965

Tokyo Stock Exchange (Hrsg.), Tokyo Stock Exchange, History, Organization, Function, o.O. 1967

W y c k o f f , Peter
Dictionary of Stock Market Terms, Englewood Cliffs, N.J. 1964